



QE 缩减加速，流动性进一步紧缩——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**在 12 月的美联储 FOMC 会议上，美联储宣布从 2022 年 1 月起加速 QE 缩减，每月购债减少量从 150 亿美元升至 300 亿美元，缩减速度翻倍。按此速度，购债结束时间将从 2022 年第二季度提前至第一季度。按照新的 QE 缩减进程，购债结束时间提前了一个季度，使得美联储在加息次数和时点的选择上更加的灵活。此次美联储 FOMC 会议相较 9 月的预判，对利率的展望中枢明显上移，而市场对于美联储的加息时点预期也进一步提前。流动性进一步紧缩，但我们认为，市场目前对于加息的反应过于鹰派，我们认为美联储可能在 2022 年四季度才进行加息。但如果 2022 年上半年美联储提前加息，我们也并不会感到惊讶。因为如果美联储提前加息，这应被视为具有象征意义的一次性加息，而不是持续性加息周期的开始。
- 中国人民银行：**12 月初，中国央行年内第二次下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，相比今年 7 月的降准，此次降准更是意料之外。首先，当前并未出现 7 月商品价格冲击企业利润端的情况，商品价格已有所回落；其次，流动性缺口虽然存在，但近期央行大量使用公开市场工具来对冲到期 MLF 的方式已经证明结构性宽松足以应对流动性缺口；11 月新增居民中长期贷款 5,821 亿元，同比多增 772 亿元，也证明结构性宽松下房贷需求已得到针对性呵护，不需要全面降准来支持银行的房贷投放。因此，我们认为 12 月的超预期降准是货币政策边际宽松的信号。
- 欧洲央行：**虽然 PEPP（紧急抗疫购买计划）将按计划结束，原本的 APP（资产购买计划）逐步放缓，但是加息仍然遥遥无期。相比美联储落实加速缩减、加息日益临近的局面，欧央行整体的货币政策倾向明显宽松。目前欧元区 Omicron 变种病毒肆虐，多国再度封城，复苏动能明显较美国偏弱，因此我们认为欧央行的加息时点很可能大幅滞后于美联储。
- 其他央行：**多数央行货币政策进一步紧缩。英国央行加息一次；挪威央行已加息一次并预计再度加息；新西兰央行和韩国央行均已加息两次。此外，其它央行基本上都对加息时点给出了答复。伴随通胀压力的持续上升，我们预计，各国央行的加息路径将更加清晰。

2021 年 12 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 12 月 20 日

相关报告：

[全球大宗商品：CAPEX 结构之变——供应端多维研究系列报告（二）](#)
(2021-10-29)

[《海外流动性进一步边际收紧——SPDBI 全球央行观察》](#) (2021-10-19)

[《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)

[《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)



欢迎关注
浦银国际研究

目录

全球总览：QE 缩减、加息进行时	3
美联储：QE 提前结束，流动性进一步紧缩	6
点评.....	6
动态追踪.....	8
中国人民银行：货币政策进一步边际宽松	13
点评.....	13
动态追踪.....	15
欧洲央行：PEPP 按计划结束，加息尚远.....	20
点评.....	20
动态追踪.....	21
其他央行：缩减和加息进行时	26
点评.....	26
动态追踪.....	27

QE 缩减落地

——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：QE 缩减、加息进行时

2021 年 11 月：

- **1 家央行降息，19 家央行加息：**初步统计，土耳其央行为近两月唯一降息的央行；有 19 家（新西兰、韩国、冰岛、波兰、捷克、匈牙利、罗马尼亚、墨西哥、乌拉圭、巴拉圭、秘鲁、牙买加、南非、加纳、莱索托、赞比亚、多米尼加、巴基斯坦、吉尔吉斯斯坦）央行进行加息（10 月，16 家央行加息）。
- **11 月全球资本市场遇冷：**全球股市整体回落，11 月 MSCI 发达市场和新兴市场指数分别下跌 2.8% 和 4.1%；11 月，美国、欧元区、英国、日本的国债收益率均出现不同程度回落；在岸与离岸美元的流动性充裕，海外央行美元互换需求下降 0.56 亿美元至 2.72 亿美元的水平。
- **11 月全球央行扩表速度放缓：**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 12 月 7 日，美联储资产负债表总规模较 10 月变动不大，维持 8.66 万亿美元的水平。

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 (%)



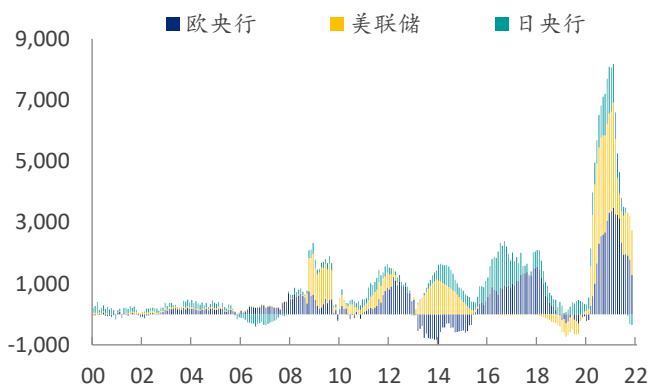
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



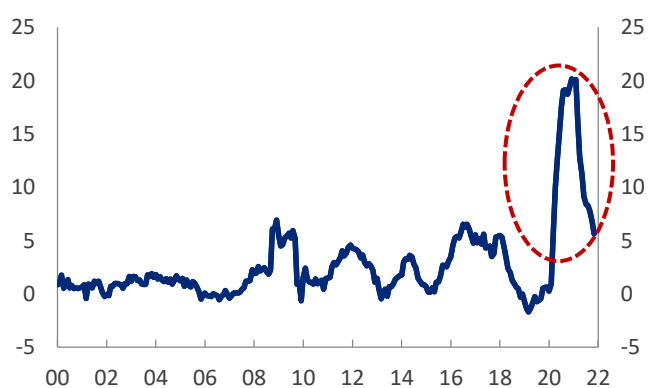
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



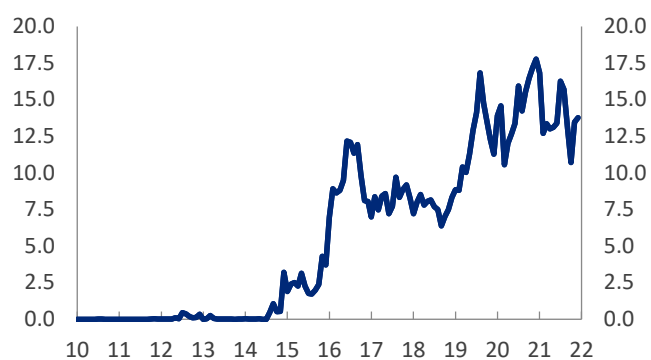
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：QE 提前结束，流动性进一步紧缩



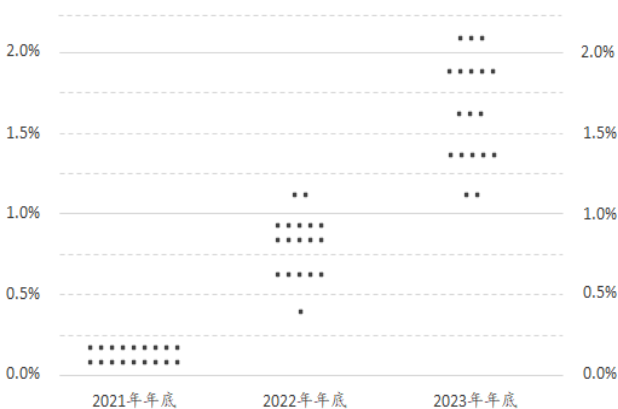
● 点评

11月，美债短端利率（3月期）在0.05%的水平小幅波动；长端利率有所回落，10年期美债收益率从10月末的1.55%降至12月17日的1.42%。截至12月17日，高收益债收益率上升21.9bps至4.96%的水平，投资级债收益率上升10.0bps至2.36%的水平。美元指数继续回升，12月17日回到96.04的水平。

在12月的美联储FOMC会议上，**美联储宣布从2022年1月起加速QE缩减**，每月购债减少量从150亿美元升至300亿美元，缩减速度翻倍。按此速度，**购债结束时间将从2022年第二季度提前至第一季度**。

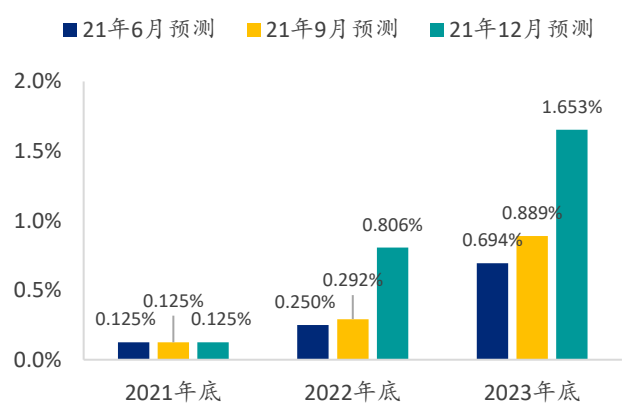
按照新的QE缩减进程，购债结束时间提前了一个季度，**使得美联储在加息次数和时点的选择上更加的灵活**。12月FOMC利率预测点阵图显示：对2022年预测由9月预测0.29%提升至此次的0.81%，对2023年预测由9月0.89%提升至此次的1.65%，2022年及2023年分别上升约52bps及76bps，隐含此次美联储FOMC会议相较9月的预判，2022年额外增加2次加息及2023年额外增加3次加息。**美联储对利率的展望中枢明显上移**。

图表 9：此次 FOMC 的点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 10：2020 年 9 月至今，FOMC 的利率预测均值



资料来源：美联储，浦银国际



在 12 月 FOMC 决议出炉后，利率期货出现大幅变化，市场对于美联储的加息时点预期进一步提前。市场预期 2022 年 6 月美联储加息的概率飙升至 82.24%。2021 年 10 月，市场认为 2022 年累计加息幅度的基准场景为 25-50bps (即 1-2 次加息)，但目前，市场却认为 2022 年累计加息幅度的基准场景为 75-100bps (即 3-4 次加息)。市场的加息预期已经非常满了，因为这个加息节奏已经堪比 2015 年美联储开启加息周期后最快的加息节奏 (2018 年加息四次)。

图表 6: 基于利率期货所隐含的美联储加息概率

FOMC 会议日期	加息概率
2022 年 1 月 26 日	4.96%
2022 年 3 月 16 日	39.95%
2022 年 5 月 4 日	59.89%
2022 年 6 月 15 日	82.24%
2022 年 7 月 27 日	87.53%
2022 年 9 月 21 日	91.65%
2022 年 11 月 2 日	93.72%
2022 年 12 月 14 日	97.31%
2023 年 2 月 1 日	97.91%

注：截至 2021 年 12 月 16 日

资料来源：CME Group，浦银国际

• 展望未来：

不论是美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 改称通胀并非是“暂时”的，还是 FOMC 会议进一步上调未来数年的通胀预期，都反映出加速 QE 缩减、可能在 2022 年提早且更大幅度的加息背后的推动力是通胀问题。

但我们认为，美国 PCE 大概率会在 2022 年上半年见顶回落，而随着全球供应端问题逐步缓解，通胀问题大概率会有所缓解，市场目前对于加息的反应可能过于鹰派。

我们认为美联储可能在 2022 年四季度才进行进行加息。然而，如果 2022 年上半年美联储提前加息，我们也并不会感到惊讶。因为如果美联储提前加息，我们认为这应被理解为具有象征意义的一次性加息，而不是持续性加息周期的开始。

● 动态追踪

美联储官员对加息幅度的预期不一。11月15日，前纽约联储主席杜德利（William Dudley）在[采访](#)中表示，美联储加息的速度和幅度可能比预期更高，利率或将达到3-4%。然而，圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权，偏鹰）在[采访](#)中回应称，利率不会升到如此高度。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，通胀波及面扩大。11月18日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中表示，通胀波及的范围越来越大，并伴随通胀预期的上升。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储应加息。11月18日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中表示，经济复苏比预期更强劲，失业率即将回到疫情前水平，美联储应加息以缓解通胀压力。

美联储官员对是否应加息以缓解通胀的态度不一致。11月18日，芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，有投票权，偏鸽）在[采访](#)中表示，对提早加息的态度转为开放，如果通胀持续，2022年加息是合适的。但是，旧金山联储主席戴利（Mary Daly，有投票权，偏鸽）则[认为](#)，随着疫情好转，通胀压力可能自行消退，美联储应保持耐心。

拜登提名美联储主席和副主席。11月22日，白宫[宣布](#)重新提名鲍威尔（Jerome Powell）为美联储主席，提名现任理事布雷纳德（Lael Brainard，偏鸽）为副主席。[路透社](#)称，在美联储由缩减转向加息之际，这一提名降低了美联储动向的不确定性，让市场得到安抚，但是市场因更偏鸽的布雷纳德落选主席提名而对加息略显鹰派：对首次加息时间的预测提前至2022年6月，并预计11月将二次加息。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，加速缩减可让美联储灵活选择加息时点。11月23日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，加快QE缩减可让美联储在加息时点的选择更加灵活，美联储应当对加速缩减持开放态度。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，有理由加快QE缩减。11月24日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中表示，如果就业市场继续保持强劲、通胀率保持高位，将完全支持加速缩减进程。但她认为，现在考虑加快QE缩减仍为时过早，需要更多数据才能做决定。她还表示，2022年会有一到二次加息。



美联储主席（有投票权）称，持续通胀可能推动加速缩减。11月30日鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中称，因考虑到经济增长强劲、就业市场紧张、2022年高通胀将持续，应加速缩减，提前结束购债。他表示，通胀压力持续已久，不再是“暂时”的，预计高通胀在2022年下半年才得到缓解。








美联储官员称，Omicron 变种病毒加剧通胀压力。12月1日，纽约联储主席威廉姆斯（John Williams，有投票权，偏鸽）在[采访](#)中表示，Omicron 变种病毒的蔓延会导致封锁隔离措施趋严，使没有产能的地区需求过剩、有产能的地区复苏减缓，这将推高通胀压力。克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，无投票权，中间派）在[采访](#)中称，Omicron 变种病毒加重供应链和就业市场压力，从而加剧通胀。但她也表示，因需求端受疫情影响减轻，当前经济能够更好地应对疫情。

多位美联储官员支持加速缩减。12月2日，彭博[报道](#)，美联储理事夸尔斯（Randal Quarles，有投票权，中间派）、亚特兰大联储主席博斯蒂克（Raphael Bostic，有投票权，偏鹰）和旧金山联储主席戴利（Mary Daly，有投票权，偏鸽）支持加速缩减。克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，无投票权，中间派）支持在1Q22或2Q22初结束QE。

美联储：加速缩减。12月15日，美联储发布[12月FOMC会议决定](#)，2022年1月起每月购债减少量从150亿美元升至300亿美元（SPDBI注：每月分别减少200亿国债和100亿MBS的购买量，按此速度购债结束时间将提前至1Q22）。相较于今年9月的点阵图，新的点阵图显示2022年额外增加2次加息、2023年额外增加3次加息。此外，美联储全线上调PCE和核心PCE预测，将失业率预测下调至疫情后新低，并上调2022年经济增长预期。

图表 11: 2021 年 11 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	◎			持续通胀可能 推动加速缩减		通胀压力不再 是“暂时”的
戴利 Mary Daly	旧金山 联储主席	◎			有理由加速缩 减; 2022 年会有 一到二次加息		通胀压力会自 行消退
威廉姆斯 John Williams	纽约 联储主席	◎					通胀波及面扩 大; Omicron 变 种病毒加剧通 胀压力
埃文斯 Charles Evans	芝加哥 联储主席	◎			2022 年加息是 合适的		
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰 联储主席		中间派		支持在 1Q22 或 2Q22 初结束 QE		Omicron 变种病 毒加剧通胀压 力
夸尔斯 Randal Quarles	美联储 理事	◎	中间派		支持加速缩减		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大 联储主席	◎		经济复苏比预 期更强劲	美联储应加息; 支持加速缩减		
布拉德 James Bullard	圣路易斯 联储主席				利率不会升至 3-4%		

注: ◎=有投票权  =偏鸽  =偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 12: 美国国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 13: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



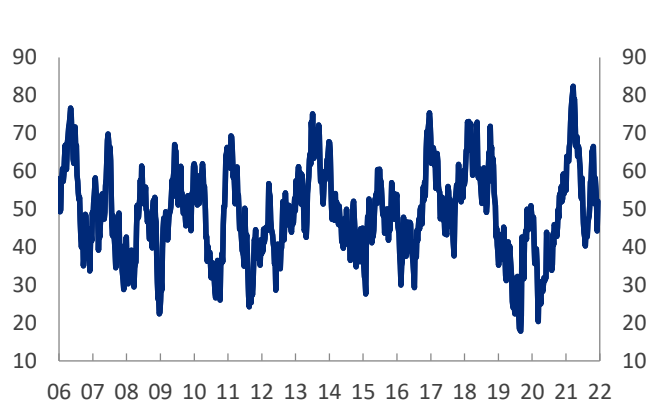
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 10年期美债投机性净多头



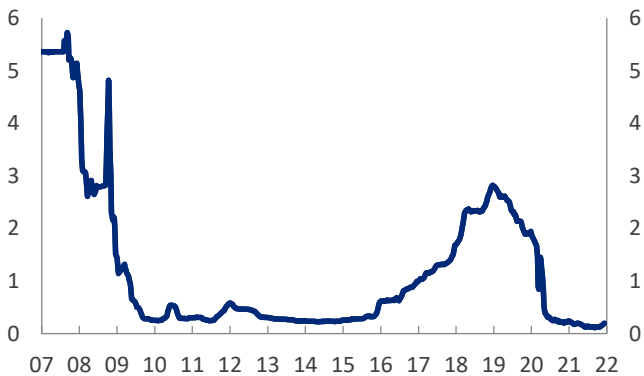
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债收益率 14天 RSI



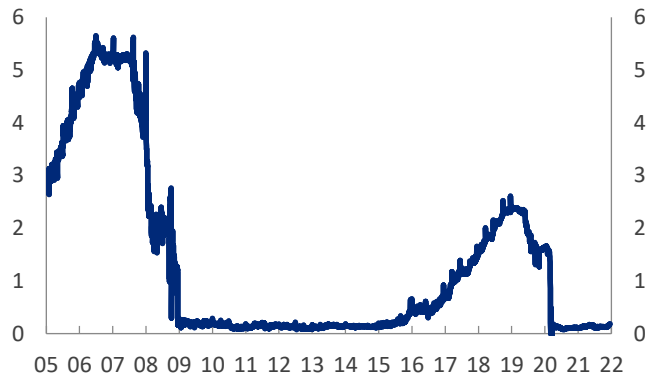
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 美元 3 月期 LIBOR (%)



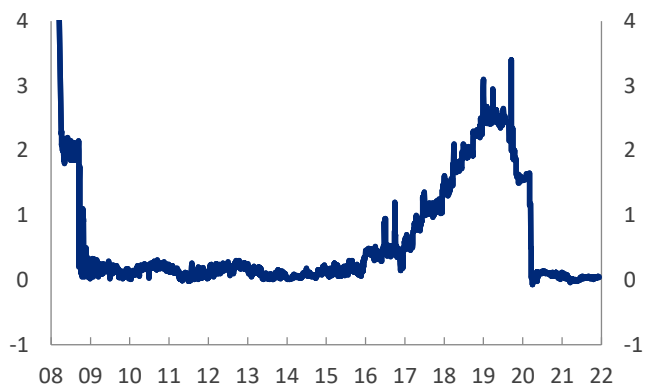
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 3 月期美债隐含收益率 (%)



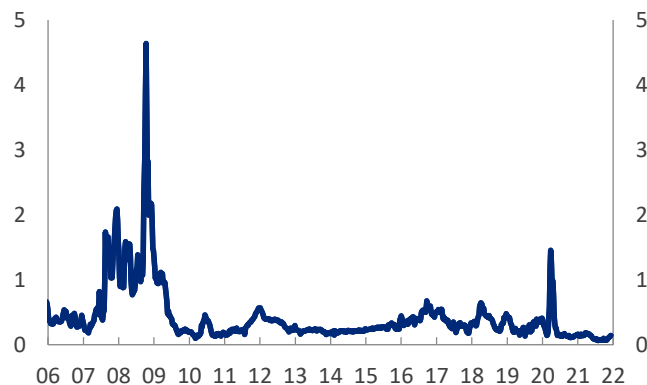
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 18: 美国隔夜回购利率 (%)



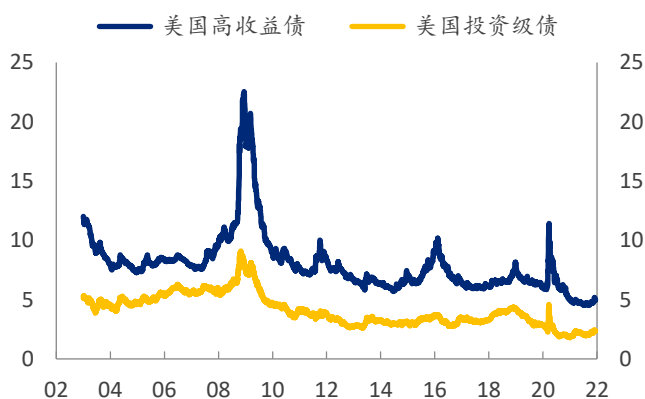
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 19: 泰德利差 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 21: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: FactSet, 浦银国际

● 点评

截至 12 月 17 日，短端利率（3 月期国债）回升 12.6bps 至 2.27% 的水平，长端利率（10 年期国债）由 2.99% 小幅回落至 2.91%。中国央行 11 月续作 1 万亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 1 万亿元，净投放为零；通过公开市场逆回购，11 月净回笼资金 5,000 亿元。

政策层面传递出边际放松的信号。通过对比今年二、三季度中国央行货币政策执行报告，我们对 2022 年的流动性偏乐观：文中删掉了“管好货币总闸门”的表述，传达出边际放松的信号，并强调“增强信贷总量增长的稳定性”。因此，信贷投放边际宽松、社融增速触底回升将是 2022 年的趋势。

图表 22：2021 年二季度和三季度央行货币政策执行报告对比

	2021 年二季度	2021 年三季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 稳字当头，坚持实施正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏 ，处理好经济发展和防范风险的关系，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏 ，处理好经济发展和防范风险的关系， 做好跨周期调节 ，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。
流动性和货币供应量	保持流动性合理充裕，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。	保持流动性合理充裕，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。
信贷和社融	完善货币供应调控机制， 健全中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，管好货币总闸门 ，保持宏观杠杆率基本稳定。	完善货币供应调控机制， 保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性 ，保持宏观杠杆率基本稳定。
社会融资成本	健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革潜力， 完善央行政策利率体系，持续优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低 。	健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革效能， 优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降 。

资料来源：中国人民银行，浦银国际

今年年内第二次降准，货币政策边际宽松。12月初，中国央行年内第二次下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。本次下调后，金融机构的加权平均存款准备金率降至8.9%，预计将释放长期资金约1.2万亿元。



相比今年7月的降准，此次降准更是超预期、意料之外。首先，当前并未出现7月商品价格冲击企业利润端的情况，商品价格已有所回落；其次，流动性缺口虽然存在，但近期央行大量使用公开市场工具来对冲到期MLF的方式已经证明结构性宽松足以应对流动性缺口；11月新增居民中长期贷款5,821亿元，同比多增772亿元，也证明结构性宽松下房贷需求已得到针对性呵护，不需要全面降准来支持银行的房贷投放。因此，我们认为12月的超预期降准是货币政策边际宽松的信号。

- 展望未来：

今年的中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，但并未提及“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”。目前，中国信贷脉冲的下行空间有限，社融增速处于底部，我们预计中国的货币政策将回归边际宽松。

● 动态追踪



中国央行：将坚持稳健的货币政策。11月12日，中国央行召开[会议](#)称，将坚持稳健的货币政策，做好跨周期设计，统筹考虑今明两年政策衔接，更好支持消费投资恢复，抑制价格过快上涨。会议还称，将继续稳妥有序处置高风险金融机构，守住不发生系统性风险的底线，深化金融供给侧结构性改革，有效应对外部冲击风险。

中国央行发布三季度中国货币政策执行报告。11月19日，中国央行发布[报告](#)称，下一阶段将加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期。

中国央行回应恒大问题。12月3日，中国央行有关负责人在[采访](#)中表示，恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张；境外美元债市场是高度市场化的，投资人较为成熟、甄别能力较强，对于相关问题的处理有清晰的法律规定和程序；短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能，境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。

中国央行下调金融机构存款准备金率。12月6日，中国央行发布[声明](#)称，决定于2021年12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将降至8.4%（SPDBI注：此次为年内第二次降准，中国央行已于7月15日下调存款准备金率0.5个百分点）。

中国央行：稳健货币政策取向没有改变。12月6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，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分被金融机构用于补充长期资金，更好满足市场主体需求。

中国央行行长：可以动员市场资金应对气候变化。12月9日，易纲在[演讲](#)中称，央行可以通过动员市场资金，为应对气候变化发挥积极作用，并表示愿与各方加强经验交流，共同支持绿色发展。

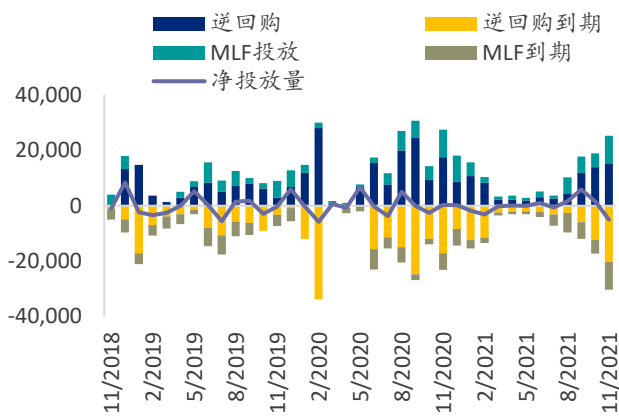
中国央行上调金融机构外汇存款准备金率。12月9日，中国央行发布[声明](#)称，决定于2021年12月15日上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，外汇存款准备金率将由现行的7%提高到9%。（SPDBI注：此次为年内第二次上调，中国央行已于6月15日上调外汇存款准备金率2个百分点）。

中国央行传达学习中央经济工作会议精神。12月14日，中国央行召开[会议](#)称，2022年将坚持稳健的货币政策灵活适度，保持流动性合理充裕；持续改进金融服务实体经济质效；坚持防范化解金融风险；深化金融供给侧结构性改革。



中国央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会。12月16日，中国央行召开[会议](#)称，金融部门要实施好稳健的货币政策，加大跨周期调节力度，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融增速同名义经济增速基本匹配，信贷结构进一步优化，综合融资成本稳中有降，金融对实体经济支持力度稳固。

图表 23: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



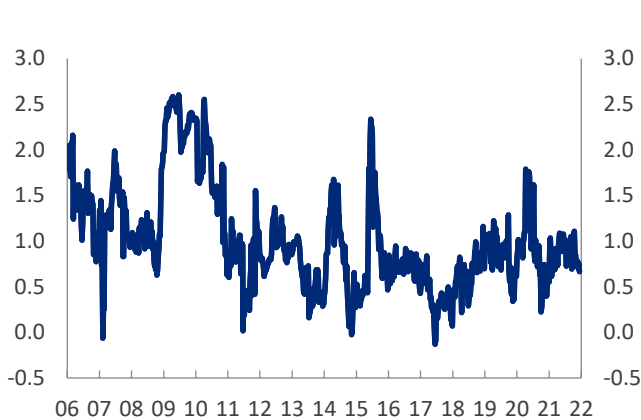
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 24: 中国国债收益率 (%)



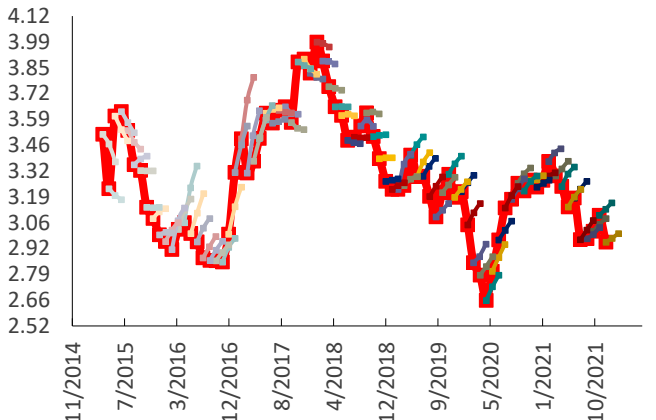
资料来源: FactSet, 浦银国际

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 (%)



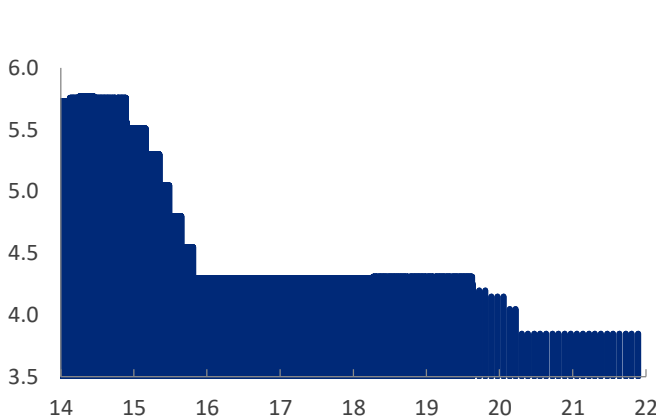
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



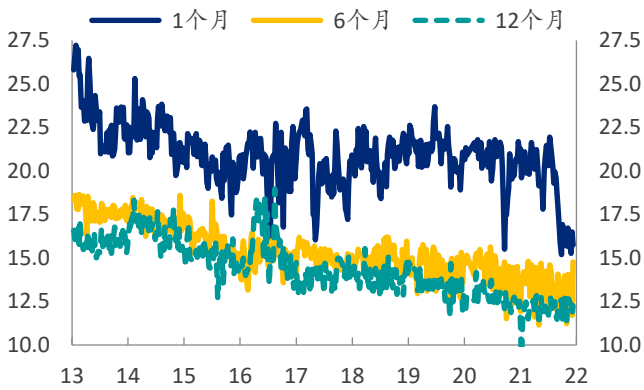
资料来源: CEIC, 浦银国际

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 (%)



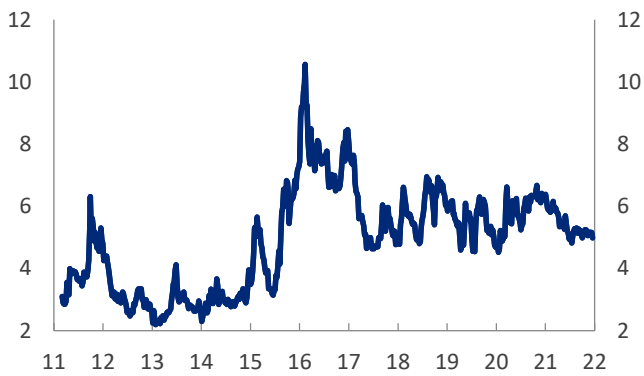
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 30: 中美国债利差



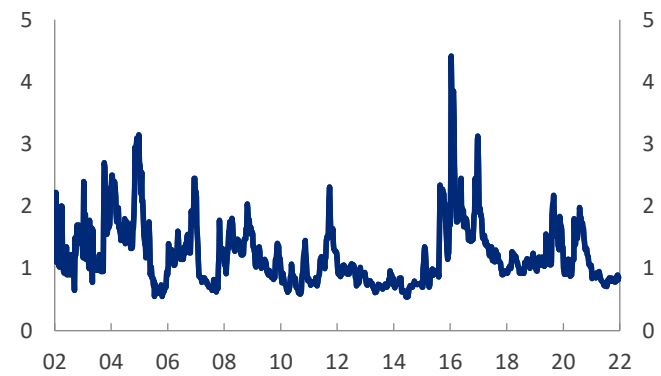
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 31: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



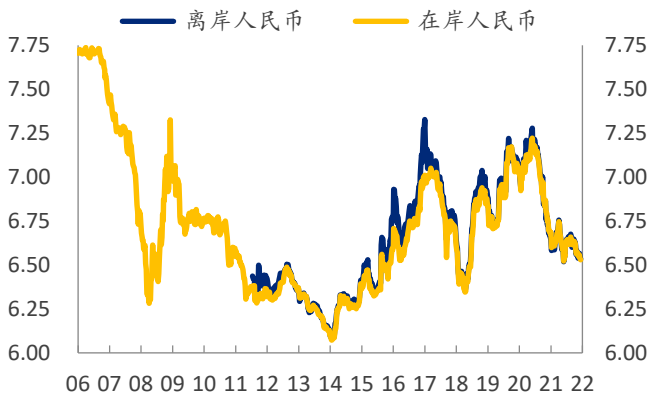
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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



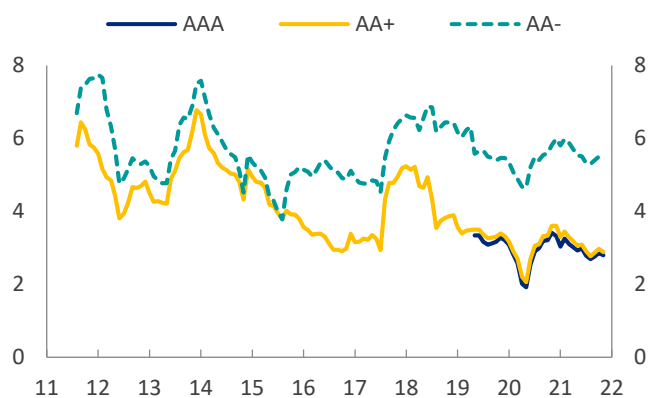
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 34: 港币一年期远期汇率



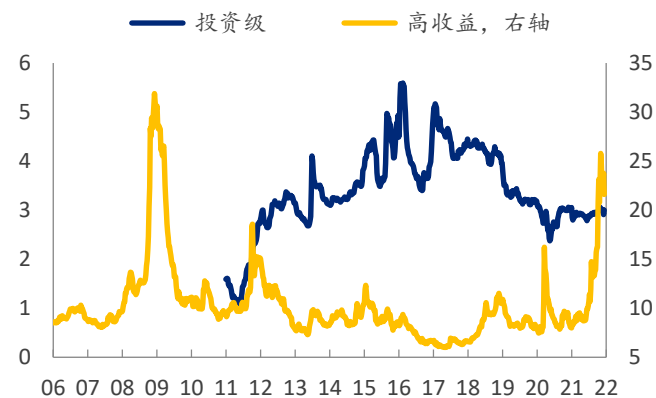
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

欧洲央行：PEPP 按计划结束，加息尚远



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

● 点评

截至 12 月 17 日，欧元区短端利率(3 月期德债)回升 6.5bps 至-0.77% 的水平，长端利率(10 年期德债)下降 26.5bps 至-0.35%，收益率曲线从 10 月末的 0.75% 降至 12 月 17 日的 0.42%。截至 12 月 17 日，欧元区 AAA 投资级债收益率由 10 月末的 0.23% 回落至 0.16% 水平，欧元区高收益债券(CCC 及以下)收益率由 10 月末的 7.91% 降至 7.32%。

随着美联储加速缩减成定局、加息日益临近，欧央行的加息讨论也在持续成为关注焦点。欧央行 12 月会议决定将 PEPP（紧急抗疫购买计划）按计划结束，原本的 APP（资产购买计划）逐步放缓，但欧央行整体仍然如一个月前维持足够定力。欧央行行长拉加德此前虽然承认通胀将比预期维持更久，但重申不能急于收紧货币政策，并表示 2022 年加息不在考虑之列。

尽管鹰派成员仍然强调应对通胀更加警觉，欧央行总体的论调仍然认为通胀是“暂时”的。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。

● 展望未来：

虽然 PEPP（紧急抗疫购买计划）将按计划结束，原本的 APP（资产购买计划）逐步放缓，但是加息仍然遥遥无期。相比美联储落实加速缩减、加息日益临近的局面，欧央行整体的货币政策倾向明显宽松。目前欧元区 Omicron 变种病毒肆虐，多国再度封城，复苏动能明显较美国偏弱，因此我们认为欧央行的加息时点很可能大幅滞后于美联储。

● 动态追踪

欧央行理事（中间派）称，对滞胀的担忧毫无依据。11月17日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中表示，欧央行在制定货币政策时必须谨慎考虑通胀上行和下行的风险。她表示，HICP 同比增速短期内无法从4%的水平回落（SPDBI注：11月为4.9%）。她补充说，加息条件在2022年很可能无法满足。

芬兰央行行长（偏鸽）重申宽松立场。11月17日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中表示，因能源价格上涨和供应中断，通胀正在加速上升，预计通胀将在2022年回落。他强调，欧元区尚未出现明显的工资上涨，欧央行应保持宽松立场。

欧央行副行长（偏鸽）称，应对通胀更加警觉。11月17日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中表示，通胀预期仍处于稳定状态，但如果供应链瓶颈持续更久、能源价格继续上涨，通胀可能超出预期，并产生第二轮效应，欧央行必须对通胀保持警惕（SPDBI注：初始价格冲击后，包括上游成本转嫁、工资提升以及通胀预期上升等对整体通胀的间接影响被称为第二轮效应）。

奥地利央行行长（偏鹰）称，PEPP 必须停止。11月18日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，当前通胀高企、流动性泛滥，PEPP 已经完成了它的职责，现在必须将其停止。

欧央行行长称，不能急于收紧货币政策。11月19日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧央行不能急于收紧货币政策，必须首先保证2%的通胀目标。她此前表示，工资压力带来的第二轮效应有限，预计中期通胀率仍将回归2%，但她承认供应短缺造成的高物价将比预期维持更久。

欧央行官员称，将按计划结束 PEPP。11月22日，法国央行行长维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau，偏鸽）在[采访](#)中表示，在疫情反弹和通胀高企的双重影响下，预计 PEPP 将按计划在2022年3月结束。欧央行理事施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）和荷兰央行行长克诺特（Klaas Knot，偏鹰）也在[采访](#)中表示将按计划结束 PEPP，并强调应警惕通胀飙升的风险。

欧央行副行长（偏鸽）称，资产购买会持续明年全年。11月24日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中表示，2022年通胀率会下降，但是速度和幅度可能不如预期，应警惕通胀带来的第二轮效应。他还表示，资产购买会持续明年全年，当停止资产购买后，加息会紧随其后。



欧央行：希望在 12 月议息会议后保持足够的决策灵活性。11 月 25 日，欧央行发布[货币政策会议纪要](#)称，虽然高通胀仍会维持较长时间，但预计中期通胀率仍会低于 2%，现有数据表明未来仍有不确定性，希望在 12 月议息会议后能够保持足够的货币政策决策灵活性。



欧央行官员表示 2022 年通胀将回落。11 月 29 日，理事施纳贝尔 (Isabel Schnabel, 中间派) 在[采访](#)中表示，通胀在今年 11 月达到峰值，其后会回落到 2%。西班牙央行行长德科斯 (Pablo Hernandez de Cos, 偏鸽) 在[采访](#)中表示，2Q22 通胀将显著放缓，应避免过早取消刺激，没有理由急于停止购债。

路透社：欧央行成员考虑推迟对 PEPP 做决定的时点。12 月 1 日，路透社[援引](#)消息人士称，因为目前疫情和通胀情况尚不明朗，多位央行行长考虑推迟决定 PEPP 的结束时间。消息人士称，欧央行将等到明年 2 月的议息会议再做决定，或者只在今年 12 月的议息会议做短期调整。

欧央行理事 (偏鸽) 和芬兰央行行长 (偏鸽) 称，通胀是“暂时”的。12 月 2 日，路透社[援引](#)帕内塔 (Fabio Panetta) 和雷恩 (Olli Rehn) 的话称，欧元区通胀仍是“暂时”的。帕内塔表示，通胀高企主要源自供应端的问题、是暂时的，欧央行成员应保持耐心。雷恩表示，通胀压力需要更长时间来缓解。

欧央行行长称，12 月议息会议不会做长期决策，2022 年加息不在考虑之列。12 月 3 日，拉加德 (Christine Lagarde) 在[采访](#)中称，由于不确定性加剧，12 月的议息会议将制定短期调整，而不会做出长期决策。她表示，欧元区已适应疫情，无需对 Omicron 变种病毒过度担忧。她还表示，PEPP 应按计划结束，但明年不会加息。

奥地利央行行长 (偏鹰) 称，2022 年欧元区通胀率不会低于 2%。12 月 6 日，霍尔兹曼 (Robert Holzmann) 在[采访](#)中表示，2022 年全年通胀率不太可能低于 2%，通胀率将在 2022 年底达到峰值。








芬兰央行行长 (偏鸽) 称，没有必要制定新的购债计划。12 月 8 日，雷恩 (Olli Rehn) 在[采访](#)中表示，欧央行目前的购债计划足以提供必要的刺激，没有必要制定新的计划。



欧央行副行长 (偏鸽) 称，欧元区通胀回落需要更长时间。12 月 8 日，德金多斯 (Luis de Guindos) 在[采访](#)中称，欧元区通胀回落至目标水准比预期更久，但迄今没有证据显示高物价已影响到工资水平。他还表示，通胀将在 2022 年开始减速，并向 2% 的通胀目标趋近。

欧央行：PEPP 按计划结束。12月16日，欧央行发布 [12月会议决定](#)，PEPP 将在 2022 年 3 月按计划结束，并调整 APP 资产购买量以实现逐步减少资产购买（SPDBI 注：当前每月购买 200 亿欧元资产，2Q22 每月购买 400 亿，3Q22 每月购买 300 亿，4Q22 起每月购买 200 亿）。此外，会议还决定维持关键利率不变。

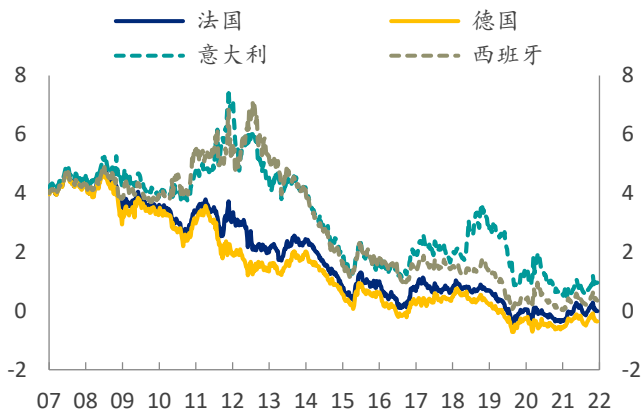


图表 37: 2021 年 10 月欧央行官员重要观点一览表

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			不能急于收紧货 币政策；2022 年 不考虑加息		
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事					通胀是“暂时”的
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长					
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长			将按计划结束 PEPP		
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长			资产购买会持续 2022 年全年		应对通胀更加警 觉，欧元区通胀 回落需要更长时间
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长			欧央行应保持宽 松立场		通胀是“暂时”的
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		将按计划结束 PEPP；2022 年无 法满足加息条件		对滞胀的担忧毫 无依据，2022 年 通胀将回落
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长			PEPP 必须停止		2022 年欧元区 通胀率不会低于 2%
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长			将按计划结束 PEPP		

注：=偏鸽 =偏鹰
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



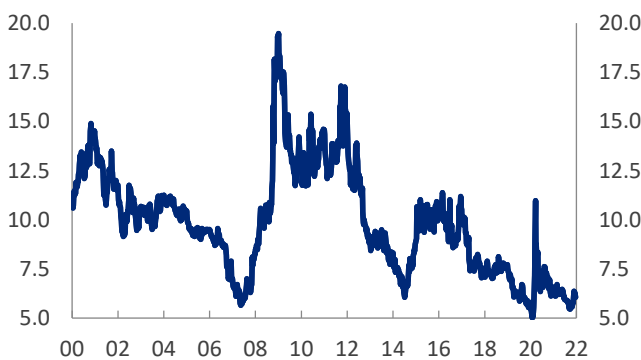
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 41: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



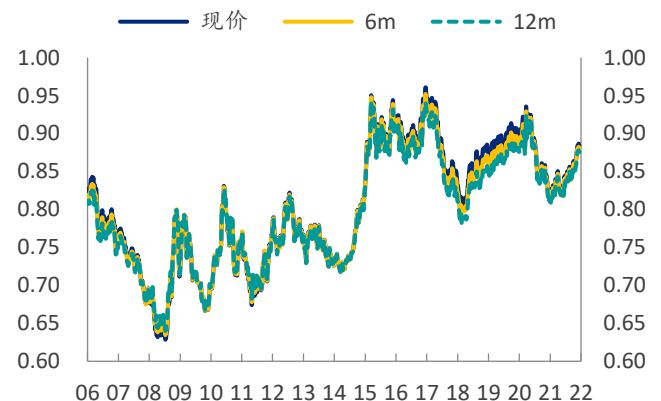
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

其他央行：进一步紧缩

● 点评

虽然新冠变种病毒 Omicron 的出现使得疫情的不确定性增加，但是通胀压力的持续上升，使得各国央行不得不继续边际收紧货币政策，少数央行开始年内的第二次加息，英国央行则是在尚未进行 QE 缩减的情况下开始小幅加息：

- **英国央行加息 15 个基点**，维持 8,950 亿英镑的购债规模不变。英国央行称，中期通胀前景面临双向风险，为了可持续地实现 2% 的通胀目标需温和收紧货币政策。
- **日本央行**维持宽松的货币政策，并表示将按计划于明年 3 月结束对商业票据和企业债的购债。行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）称，日本的通胀率可能在 2023 年上升且不会达到 2%，因此仍将继续保持宽松。
- **澳洲央行**维持利率和每周 40 亿澳元的购债规模不变，澳洲央行表示，预计通胀将逐步升高，2023 年的预期通胀率为 2.5%。
- **新西兰央行**连续 2 个月加息，将隔夜拆款利率再次上调 25 个基点至 0.75%，加息的原因之一是近期出现的通胀上行风险。
- **加拿大央行**维持利率不变，并逐步结束 QE。加拿大央行表示，预计加息时点在 2022 年中期。
- **瑞典央行**维持零利率和购债规模不变，并预计首次加息时点为 2024 年下半年。
- **韩国央行**将政策利率上调 25 个基点至 1.0%，为半年内第二次加息（今年 8 月，韩国央行年内首次加息，上调 25 个基点）。韩国央行表示，再次加息是为了抑制通胀回升、家庭债务激增和房价上涨。行长李柱烈（Lee Ju-yeol）在采访中称，不排除 1Q22 再次加息。

● 展望未来：

目前，多数央行已开启货币正常化的进程。**英国央行**在尚未缩减 QE 的情况下加息一次；**挪威央行**已加息一次并预计再度加息；**新西兰央行**和**韩国央行**均已加息两次。此外，其它央行基本上都对加息时点给出了答复。伴随通胀压力的持续上升，我们预计，各国央行的加息路径将更加清晰。



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

英国央行行长称，**通胀上行和下行的风险并存**。11月21日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中表示，当前经济数据好坏参半，通胀存在双向风险，加息尚未确定。他表示，经济活动放缓和通胀压力来自供应端问题，货币政策不能直接解决。他还表示，央行关注的是第二轮效应，即通胀对薪资水平的影响。

英国央行货币政策委员称，**逐步提高利率是恢复正常的信号**。11月23日，哈斯克（Jonathan Haskel）在关于通胀的[演讲](#)中表示，如果经济如期恢复，但就业市场仍紧张，就必须提高利率。他指出，对市场利率预期的改变反映了财政和防疫政策已成功应对疫情对经济的冲击。

英国央行行长称，**利率指引并非用于引导投资者**。11月25日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中表示，将结束硬性利率指引，并强调在经济形势不确定时提供利率指引存在风险。他表示，利率指引是为了反映当前现状，提醒投资者注意政策框架，而非对投资者的引导。

英国央行首席经济学家称，**经济形势不明朗，货币政策应谨慎**。11月26日，皮尔（Huw Pill）在[演讲](#)中称，目前经济形势不明朗，货币政策收紧应保持谨慎。他表示，应灵活制定政策以应对突发情况，由于未来不确定性较大，勿将前瞻指引解读为央行承诺。

英国央行行长称，**疫情对经济影响仍然很大**。12月1日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中表示，疫情对经济的影响仍然很大，通胀压力源自供应链问题和消费品需求，服务业尚需更长时间恢复。

英国央行副行长称，**通胀率可能在2022年4月超过5%**。12月6日，布罗德本特（Ben Broadbent）在[采访](#)中表示，当零售能源价格上限在2022年4月进行调整时，通胀率可能会超过5%，紧张的就业市场将使高通胀率维持更长时间。

英国央行加息**15个基点**。12月16日，英国央行发布[货币政策公告](#)称，决定将政策利率从0.1%的历史最低点上调至0.25%，以抑制加速上升的通胀；维持8,950亿英镑的购债总规模不变，其中国债购买量8,750亿英镑，企业债购买量200亿英镑。公告称，将一如既往地继续关注通胀的中期前景；中期通胀前景面临双向风险，为了可持续地实现2%的通胀目标则需温和收紧货币政策。



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

日本央行行长称，将继续保持宽松。11月15日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[演讲](#)中称，由于疫情和供应端制约，经济增长暂时减速。他表示，日本的通胀率很可能在2023年才会上升，且不会达到2%，因此仍将继续保持宽松。

日本央行货币政策委员称，通胀率可能上升。12月1日，安达诚司（Seiji Adachi）在[演讲](#)中表示，能源价格持续高位将推动通胀率上升，日本央行将坚持宽松政策以实现2%的通胀目标。他表示，目前通胀率低，经济增长率为正，日元汇率稳定，因此不存在滞胀问题。

日本央行货币政策委员称，2023财年仍不会达到通胀目标。12月2日，铃木人司（Hitoshi Suzuki）在[演讲](#)中称，日本经济基本面状况良好，通胀将稳定上升，但是2023财年仍然不会达到2%的通胀目标。他表示，日本的金融体系稳定，央行将继续保持宽松，但会密切关注宽松带来的副作用。

日本央行副行长称，尚无必要调整宽松政策。12月8日，雨宫正佳（Masayoshi Amamiya）在[采访](#)中表示，由于通胀率远低于2%的目标，因此没有必要调整超宽松的货币政策。他表示，随着供应限制的消退，日本经济在2022年可能有更明显的复苏，但Omicron变种病毒增加了前景的不确定性。

日本央行：继续维持宽松的货币政策。12月17日，日本央行发布[货币政策声明](#)称，保持短期和长期利率不变，并维持宽松的货币政策，直到通胀稳定在2%的目标。声明表示，将按计划于明年3月结束对商业票据和企业债的购债，中小企业融资优惠政策则将延长半年至明年9月底。

• 澳洲央行

澳洲央行：维持利率和QE不变。12月7日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)称，维持利率不变，每周40亿澳元的购债规模将至少维持到2022年2月中旬。声明称，预计通胀将逐步升高，2023年的预期通胀率为2.5%。

• 新西兰央行

新西兰央行连续2个月加息。11月24日，新西兰央行发布[货币政策声明](#)，再次将隔夜拆款利率上调25个基点至0.75%，再次加息的原因是产能压力上升、近期存在通胀上行风险、且目前就业市场紧张。行长奥尔（Adrian Orr）在[采访](#)中表示，加息过程将循序渐进。



- 加拿大央行

加拿大央行：维持利率和加息时点不变。12月8日，加拿大央行发布[公告](#)称，维持0.25%的政策利率不变，加息时点仍维持在2022年中期。

- 瑞典央行

瑞典央行维持宽松。11月25日，瑞典央行发布[货币政策决定](#)，维持零利率，前瞻指引预计2024年下半年首次加息，2021年12月QE到期后将继续购债，维持资产持有量不变。

- 韩国央行

韩国央行半年内再次加息。11月25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1.0%，以抑制通胀回升、家庭债务激增和房价上涨（SPDBI注：今年8月，韩国央行年内首次加息，上调25个基点）。声明称，央行维持经济增长的预期不变，并上调了2021年（由2.1%上调至2.3%）和2022年（由1.5%上调至2.0%）的通胀率预测。行长李柱烈（Lee Ju-yeol）在[采访](#)中称，不排除2022年第一季度再次加息。



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 +

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



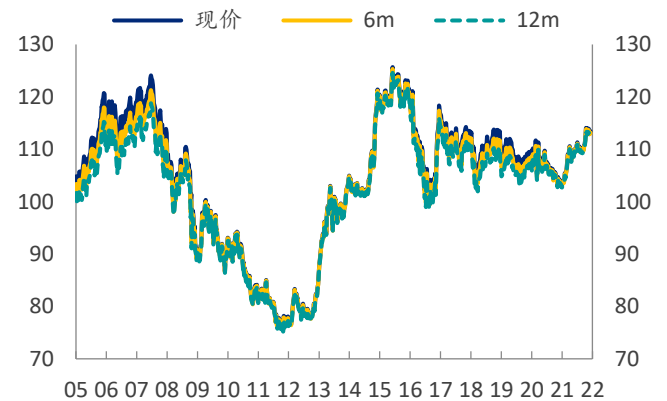
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 1 年期日元隐含波动率 (%)



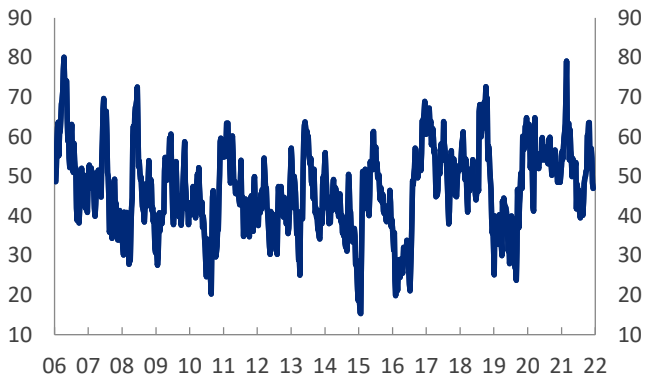
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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

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

