



美联储：“更早”、“更快”、“更强” 的货币紧缩，紧缩压力上半年最大

——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**1月全球市场下跌，最主要在于美联储加速紧缩已箭在弦上。美联储明显偏鹰派的态度，背后所对应的是劳动力市场与通胀的双重强劲。美联储将继续延续紧缩，3月份美联储加息几乎是板上钉钉。目前市场对加息预期十分强劲，我们认为市场已经反映了美联储强劲的紧缩预期。考虑到（1）美国通胀主要由供应端因素驱动；（2）美国通胀可能即将见顶；（3）美国基本面已经出现边际回落；美联储的紧缩压力最大的时期很可能主要集中于2022年上半年，下半年美联储的紧缩压力反而会减缓。
- 中国人民银行：**中国经济将领先全球提前见底，在稳增长拐点来临之前，我们认为中国的货币政策将“靠前发力”、率先进入拐点右侧，总体宏观政策将继续宽松。中国信贷脉冲已经见底回升（详情请见《[信贷脉冲见底，市场底部相距不远](#)》）。需密切留意资本市场动态，预计中国股市在未来数月即将迎来先下后上的重要拐点。
- 欧洲央行：**欧元区通胀持续高企，欧央行逐步显现“鹰派”论调，但欧央行难以真正的“鹰派”，因为欧元区整体通胀压力有限；欧元区整体复苏韧性弱于美国；各国需要欧元区持续的低利率以维持其债务可持续性。我们认为，欧央行会逐步缩减QE，但加息之路预计仍然遥远，预计最快要2023年方才会启动有限加息。
- 其他央行：**通胀压力已蔓延至全球各国，缩减、加息以及提高通胀预期几乎成为各国央行的一致行动。至2022年1月，进行加息的央行数量仍然保持逐月递增态势。各国央行将继续开启货币政策正常化的进程，边际收紧货币政策也将趋势化。

2022年 2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

2022年2月17日

相关报告：

[《1月中国宏观数据点评——社融增速的拐点已过，信贷结构仍需优化》](#)（2022-02-11）

[《信贷脉冲见底，市场底部相距不远》](#)（2021-12-24）

[《QE缩减加速，流动性进一步紧缩——SPDBI全球央行观察》](#)（2021-12-21）

[《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）

[《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）

目录

全球总览：紧缩政策继续蔓延	3
美联储：“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩，货币紧缩压力上半年最大。	6
点评	6
动态追踪	11
中国人民银行：货币政策将进入拐点右侧	16
点评	16
动态追踪	19
欧洲央行：通胀超预期，但欧央行难以真正“鹰派”	23
点评	23
动态追踪	25
其他央行：紧缩政策延续	29
点评	29
动态追踪	30

通胀压力持续，紧缩全面开启

——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：紧缩政策继续蔓延

2022 年 1 月：

- **3 家央行降息，24 家央行加息：**初步统计，中国、刚果和南苏丹央行降息；有 24 家（波兰、乌拉圭、阿根廷、秘鲁、罗马尼亚、摩尔多瓦、韩国、斯里兰卡、乌克兰、巴拉圭、哈萨克斯坦、匈牙利、智利、哥斯达黎加、南非、阿塞拜疆、哥伦比亚、吉尔吉斯斯坦、多米尼加、亚美尼亚、莱索托、巴西、英国、捷克）央行进行加息。
- **1 月全球资本市场遇冷：**1 月全球股市整体回落，MSCI 发达国家指数下跌 5.0%，MSCI 新兴市场指数下跌 1.8%；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充裕，海外央行美元互换需求下降 7 亿美元至 26.4 亿美元的水平。
- **1 月全球央行扩表速度放缓：**最大的驱动力来自美联储，退出无限量 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 2 月 8 日，美联储资产负债表总规模较 2021 年 12 月略有上涨，达 8.88 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 (%)



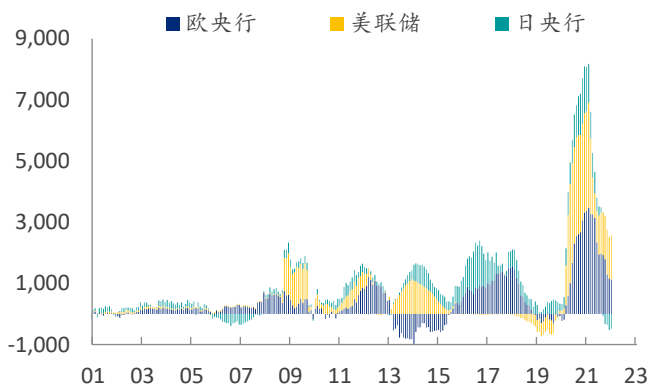
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



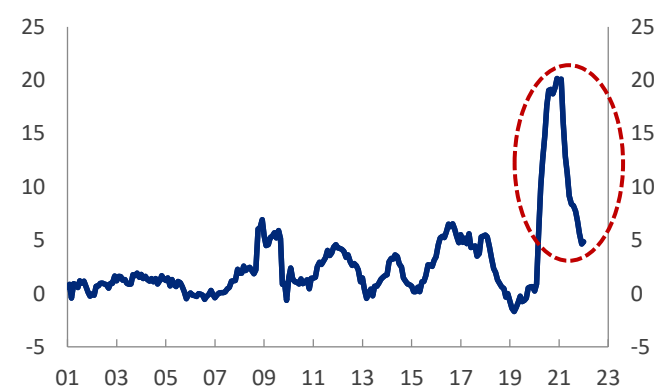
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



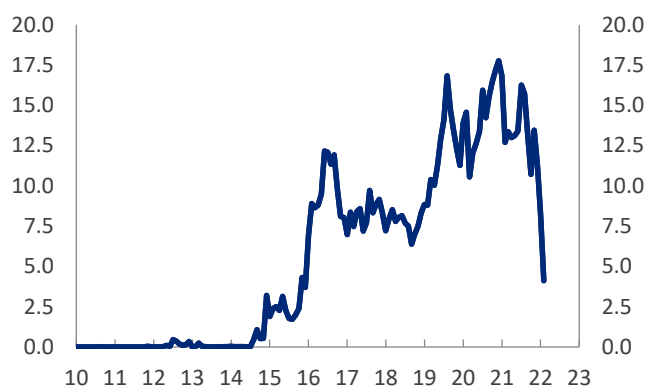
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩，货币紧缩压力上半年最大。



● 点评

由于市场预期鹰派，截至 2022 年 2 月 15 日，美债短端利率（3 月期）从 12 月末的 0.05% 上升至 0.40%，同时拉高 2-5 年收益率；10 年期美债收益率从 12 月末的 1.51% 升至 2.05%；20 年期和 30 年期分别从 12 月末的 1.94% 和 1.90% 上升至 2.42% 和 2.37%。美元指数于 2 月 15 日上升至 96 的水平。

目前 1 月全球市场明显回落，最主要原因在于美联储加速紧缩已经箭在弦上。1 月 FOMC 会议有几个明显的变化：

- 美联储 FOMC 在声明中对于加息的措辞已经更改为“**很快**会进行加息”（it will **soon** be appropriate to raise the target range）。
- 针对缩表，FOMC 的声明也提及“将披露关于**大幅**缩表的信息”（provide information regarding its planned approach for **significantly** reducing the size of the Federal Reserve’s balance sheet）。

美联储明显偏鹰派的态度，背后所对应的是劳动力市场与通胀的双重强劲：

- 美联储对于**劳动力市场**的定性为取得了“明显进展”（remarkable progress）。与之呼应的是 2022 年 1 月非农就业增长 46.7 万人，远超市场预期的 15 万人，1 月的时薪环比增长 0.7%，也同样超过了市场预期的 0.5%。
- 美联储认为**通胀**“显著高于”2% 目标水平（well above）。2022 年 1 月美国 CPI 同比上涨 7.5%，高于市场预期的 7.2% 以及前值的 7%，这是自 1982 年以来的最高水平，环比增速 0.6% 同样超于预期的 0.4%。

在劳动力市场、通胀的双重支撑下，美联储将继续延续紧缩路线，美联储一众官员的不断暗示，也显示 3 月份美联储加息几乎是板上钉钉。

- 针对加息空间。鲍威尔在记者会上表示“加息空间巨大”（quite a bit of room to raise interest rates），而不用担心加息会影响到劳动力市场的复苏。

- 针对缩表，除了声明中提及的“大幅”缩表字样外，虽然鲍威尔表示尚未决定具体的缩表路径、操作方式、再投资构成等，但鲍威尔也表示相比上次缩表的资产负债表规模更大、久期更短、经济数据更好，所以此轮缩表会比上轮缩表实施“更早”、“更快”。

最新的利率期货显示的美联储隐含的 3 月加息概率为 100%，其中 43.1%为加息 25bps，56.9%为加息 50bps。市场也已经充分预期了美联储将在 3 月进行加息。就全年来看市场预期 2022 年全年加息 175bps 的概率约为 77.1%。**175bps 的全年加息幅度这将是 2005 年以来最快的年度加息速度。整体看来，市场已经预期美联储会实施“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩。**

在如此强劲的加息预期情况下，我们认为市场已经反映了美联储强劲的紧缩预期，美联储的紧缩压力最大的时期很可能主要集中于 2022 年上半年，下半年美联储的紧缩压力反而会减缓，原因有以下几点：

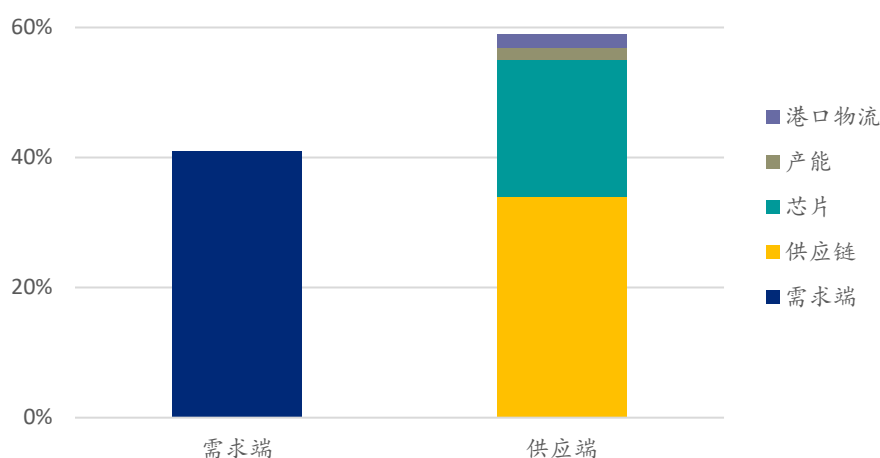
- 美国通胀主要由供应端因素驱动。
- 美国通胀可能即将见顶。
- 美国基本面已经出现边际回落

(1) 美国通胀主要由供应端因素驱动

美联储 12 月公布了一项研究，其通过文本分析，对 2020 年一季度至 2021 年三季度的美国通胀驱动因素进行拆解，拆解后发现，需求驱动只占了约 4 成，其余约 6 成主要为供应链、芯片、产能以及港口物流等因素导致的通胀。

这个研究给我们最重要的启示，即定量测算了通胀的需求和供应驱动占比，不难发现，供应端因素占据了主导。美联储的紧缩政策，主要是对需求端构成抑制，但却无助于解决供应端的问题。这也是为何美联储在面临通胀大幅上行之际，货币紧缩相对滞后的重要原因，一旦通胀见顶后出现回落，后续美联储的紧缩政策大概率会得到舒缓。

图表 9: 1Q20 至 3Q21 美国通胀驱动因素拆解



资料来源: Henry L. Young et al. *Effects of Supply Chain Bottlenecks on Prices using Textual Analysis*, FEDS Notes (2021), 浦银国际

(2) 美国通胀可能即将见顶

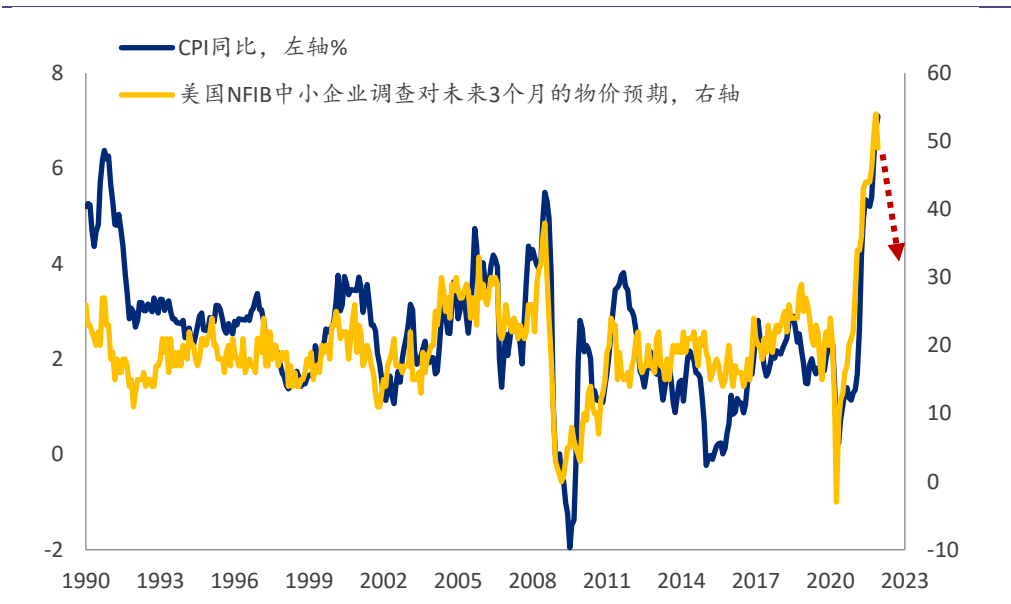
我们基于不同历史区间下的 CPI 环比均值估算, 美国通胀大概率在一季度见顶后将逐步回落。美国 NFIB 中小企业对于经济变化更为敏感, 其对于未来 3 个月的通胀预期对于 CPI 有较好的领先作用, 该指标目前也见顶回落, 也佐证了美国通胀可能会见顶。一旦美国通胀见顶, 美联储进行大幅紧缩的压力就会边际舒缓。

图表 10: 不同历史区间下的 CPI 环比均值推算的美国 2022 年 CPI 通胀走势

月份	自 1990 以来	自 2000 以来	自 2010 以来	自 2012 以来	自 2016 以来
2022 年 1 月	7.53%	7.53%	7.53%	7.53%	7.53%
2022 年 2 月	7.30%	7.33%	7.28%	7.30%	7.26%
2022 年 3 月	6.82%	6.87%	6.78%	6.78%	6.77%
2022 年 4 月	6.33%	6.36%	6.25%	6.22%	6.26%
2022 年 5 月	5.77%	5.82%	5.66%	5.64%	5.71%
2022 年 6 月	5.10%	5.19%	4.95%	4.97%	5.12%
2022 年 7 月	4.87%	4.95%	4.67%	4.68%	4.86%
2022 年 8 月	4.77%	4.84%	4.56%	4.58%	4.79%
2022 年 9 月	4.61%	4.68%	4.35%	4.37%	4.67%
2022 年 10 月	3.87%	3.90%	3.68%	3.70%	4.07%
2022 年 11 月	3.25%	3.25%	3.10%	3.11%	3.58%
2022 年 12 月	2.78%	2.77%	2.66%	2.66%	3.25%

资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 美国 NFIB 中小企业调查对于通胀的预期已经回落



资料来源: NFIB, 浦银国际

(3) 美国基本面已经出现边际回落

除了通胀因素外, 一个不可忽视的事实是, 美国的制造业 PMI 以及非制造业 PMI 虽然仍处于绝对高位, 但都已经见顶, 自高位回落。伴随着经济动能的逐步走弱, 这无疑也将为联储的进一步紧缩增加困难。

图表 12: 美国 PMI 已经从高位回落, 边际走弱



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

其实，就 1 月 FOMC 会议来说，虽然确立了美联储即将开展加息，但是对于未来仍然预留了充足的调整空间。鲍威尔在记者会上表示，FOMC 目前没有就具体的政策路径做出任何决定，其还强调美联储将是“灵活”的（nimble），同时也强调美联储未来将同时面临“上行风险与下行风险”（two-sided risks），并展开了具体解释，即美联储紧缩太慢，造成通胀过热，紧缩太快，造成加剧新冠疫情下的经济下行压力。因此，未来的美联储货币政策紧缩路径预计仍将是“数据驱动”（data dependent），鲍威尔也明确强调，如果“事态发展与预期不一致，就会做出调整”（we’re not going to stick with something that isn’t working）。

- **展望未来**

美联储基本已经确立了“更早”、“更快”、“更强”的货币紧缩基调，美联储 3 月份加息几乎已经是板上钉钉，但我们认为货币紧缩压力最大的时候是 2022 年上半年。由于美国通胀主要由供应端因素驱动，加上美国通胀可能即将见顶，以及美国基本面已出现边际回落，预计 2022 年下半年美联储的货币政策紧缩压力将大幅舒缓。

● 动态追踪

美联储 1 月 FOMC 会议指出加息时机近在眉睫。1 月 FOMC 会议于 25-26 日举行，会后发布的[新闻稿](#)显示，美联储认为，虽然包括新变种病毒在内的风险依旧存在，但经济活动及就业指标持续向好。因此在目前通胀远高于 2% 的情况下，美联储预计合适的加息时机将很快出现。美联储会继续观察公众健康、劳动市场、通胀预期和压力、以及金融和国际发展情况，以评估经济前景。



明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，应以加息应对通胀持续高涨问题。1 月 28 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)称，在通胀超预期地持续高企下，美联储应以加息作为收紧货币政策手段，但具体的加息次数仍要视乎有关数据，如供应链及就业指标。

亚特兰大联储主席（无投票权，偏鹰）称，应从 3 月开始连续加息。1 月 30 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，他期望从 2022 年 3 月开始加息三个季度，甚至可以更加激进。但他同时否认美联储加息会是激进或破坏性的，他指出，即使三次加息，货币政策仍会处于相当宽松的状态。

堪萨斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，更快展开缩表可以减缓加息步伐。1 月 31 日，乔治（Esther George）在[采访](#)中称，美联储可以考虑比以往更快开始缩表，此举可以允许美联储在加息问题上采取较温和做法。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储本年度可能需要加息四次。2 月 1 日，哈克尔（Patrick Harker）在[采访](#)中称，如果导致通胀高企的因素如供应链问题没有减轻，美联储可能要在今年加息四次或更多。但他暂时未看到三月加息 50 个基点的必要性，除非出现其他变化。他同时指出美联储应该在加息至 1% 或 1.25% 时开始缩表。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，应先从 3 月开始三次加息，再考虑是否需要采取其他手段。2 月 1 日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，他希望美联储开始收紧货币政策，在 3 月、5 月、6 月的会议里连续三次加息，并且在之后研究是否需要更进取的手段，但他认为市场已经提前开始提高借贷成本，所以反对于三月就加息 50 个基点。对于缩表日程，他认为应于 2022 年第二季度开始。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，通胀问题值得关注但不需过度忧虑。2 月 3 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)中称，通胀问题值得关注但不需过度忧虑。他指出，若实际通胀率符合预期，他对于通胀率之后会回到目标的 2% 水平很有信心。他继而指出美联储尚在提供不少货币刺激政策，因此停止购入资产及逐渐加息等措施并不意味着美联储在全面停止宽松货币政策。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储需要加息，但并不能肯定通胀能回到目标水平。2月3日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，美联储需要开始加息，但在持续大流行及全球供应链因素影响下，通胀能否回到2%目标水平，或将持续高于此水平，目前尚难得到定论。



旧金山联储主席（无投票权，偏鸽）称，支持3月加息，但不应过度激进。2月8日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，目前的高通胀水平可能会进一步上升。她预期在今年之内，通胀不会回落至2%水平。她随后表示支持美联储于3月加息，但美联储应了解通胀很大程度上是因为疫情所致，因此不应做得太少的同时，亦不应过度激进。

亚特兰大联储主席（无投票权，偏鹰）称，今年应三次或四次加息，美联储亦可以开始撤回宽松政策。2月9日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，他暂时偏向于今年内三次加息及于第一次加息时加息25个基点，但亦开始考虑是否应加息四次，他认为应视乎经济在第一次收紧货币政策时的变化再作决定。









克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储应扭转目前的宽松措施。2月9日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，她预期3月虽然会加息但不会超过25个基点，但她强调美联储需要开始扭转从新冠疫情开始后采取的宽松措施。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，希望于7月前加息1个百分点。2月10日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，他现时变得更为鹰派，期望于7月前完成加息1个百分点。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，未看到需加息50个基点的需要。2月10日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，他对加息50个基点持开放态度，但暂时未看到有确切需要。他预期美联储会稳步加息至中性水平及相对较快地促进利率回复至疫情前水平。他进一步补充自己认为是时候让政策回归正常化。

旧金山联储主席（无投票权，偏鸽）称，美联储需在三月加息并移除部分宽松政策，但后续加息时机需谨慎决定。2月13日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，通胀目前处于过高水平，因此需要移除部分宽松政策，但供应链等因素亦是导致通胀高企的原因。她继续重申早前支持三月加息的立场，但强调在第一次加息后需谨慎观察有关数据，再决定接下来的加息时机。

图表 13: 2022 年 1 月美联储官员重要观点一览表

人名	职务	FOMC 投票权	货币政 策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
鲍威尔 Jerome Powell	美联储 主席	有			不排除每次会 议都会加息		
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利 斯联储主席	无			加息次数仍要 视乎有关数据		通胀问题值得 关注但不需过 度忧虑
戴利 Mary Daly	旧金山 联储主席	无			支持 3 月加息, 但不应过度激 进		目前的高通胀 水平可能会进 一步上升
巴尔金 Thomas Barkin	里士满 联储主席	无			未看到需加息 50 个基点的需 要		通胀走势尚难 有定论
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰 联储主席	有			应扭转目前的 宽松措施		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大 联储主席	无			从 2022 年 3 月 开始加息三个 季度, 甚至可以 更加激进		
哈克尔 Patrick Harker	费城 联储主席	有			暂时未看到三 月加息 50 个基 点的必要性		
乔治 Esther George	堪萨斯 联储主席	有			更快展开缩表 可以减缓加息 步伐		
布拉德 James Bullard	圣刘易斯 联储主席	有			在 3 月、5 月、 6 月的会议里连 续三次加息		

注: ●=有投票权  =偏鸽  =偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 14: 美国国债收益率 (%)



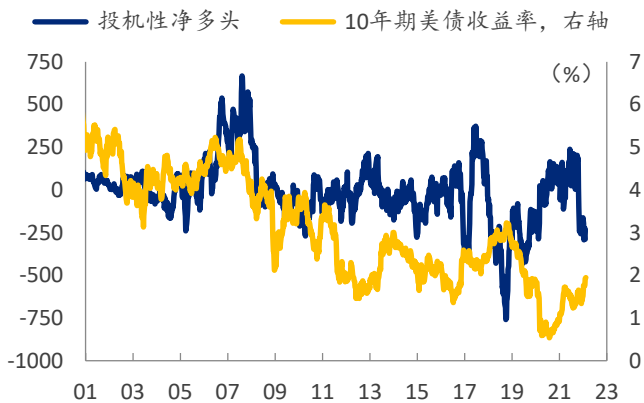
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



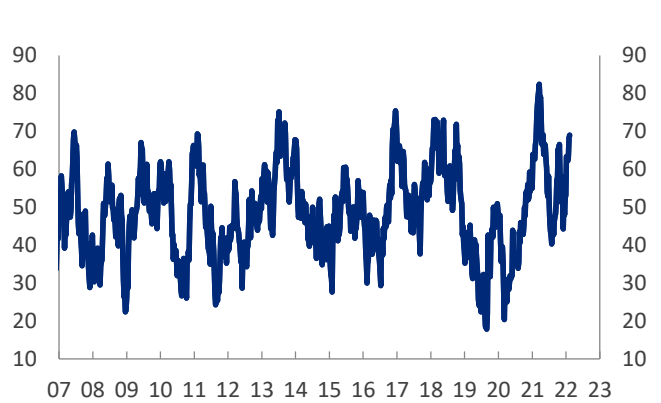
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债投机性净多头



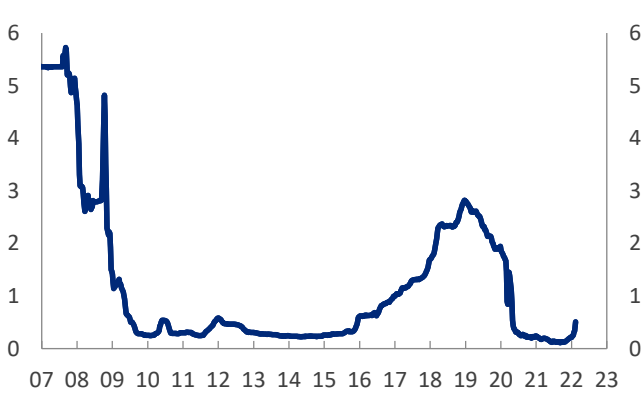
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 10年期美债收益率 14天 RSI



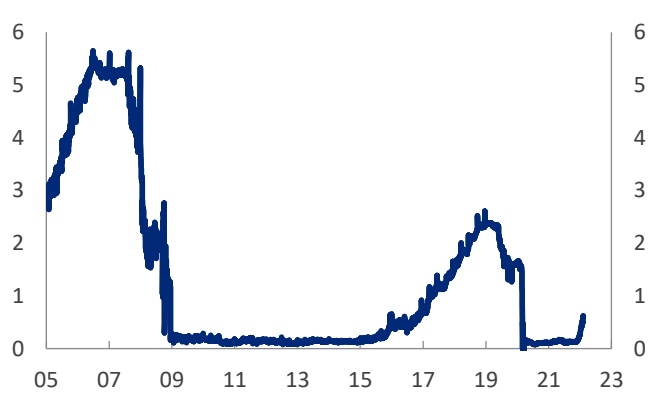
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 美元 3 月期 LIBOR (%)



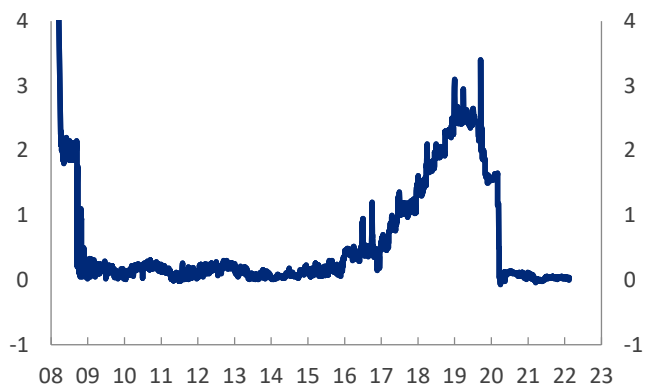
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 19: 3 月期美债隐含收益率 (%)



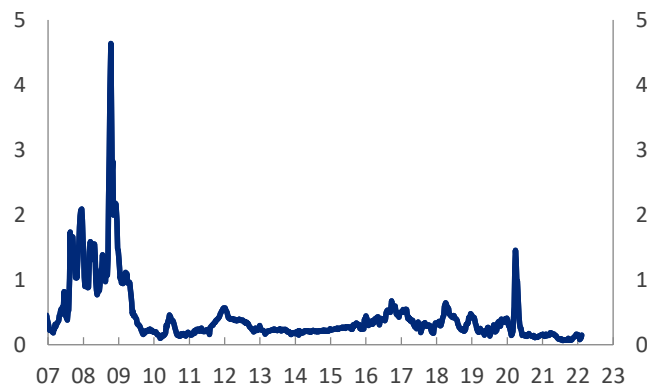
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 美国隔夜回购利率 (%)



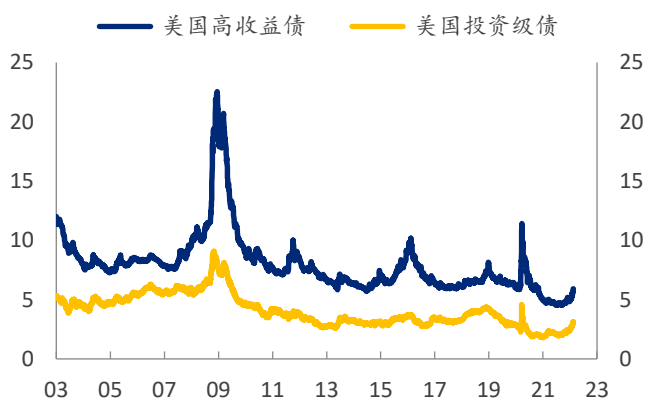
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 21: 泰德利差 (%)



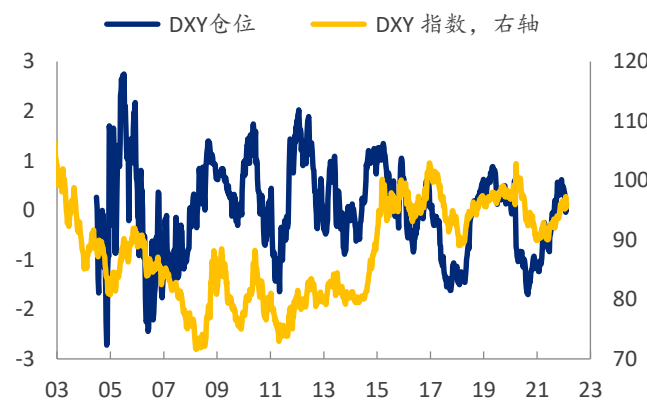
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 22: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 23: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: FactSet, 浦银国际

● 点评

截至 2 月 15 日，短端利率（3 月期国债）从 12 月末回落 30bps 至 1.98% 的水平，长端利率（10 年期国债）从 12 月末上升 2bps 至 2.81%。中国央行 1 月续作 7000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 5000 亿元，净投放资金 2000 亿元；通过公开市场逆回购，1 月净回笼投放资金 4,000 亿元。

货币政策将进入拐点右侧。目前，中国经济面临内部“三重压力”（需求收缩、供给冲击、预期转弱）和外部宏观风险（海外通胀高企、发达市场宏观政策转向）的双重影响，整体经济将领先全球提前见底。在稳增长拐点来临之前，我们认为中国的货币政策将“靠前发力”、率先进入拐点右侧，总体宏观政策将继续宽松。

跨周期调节力度边际加码。通过对比 3Q21 货币政策执行报告，我们发现 4Q21 的报告整体延续了 2021 年中央经济工作会议和央行工作会议的内容，着重强调“加大跨周期调节力度”，在不搞“大水漫灌”的前提下，做到**总量和结构功能并重**。

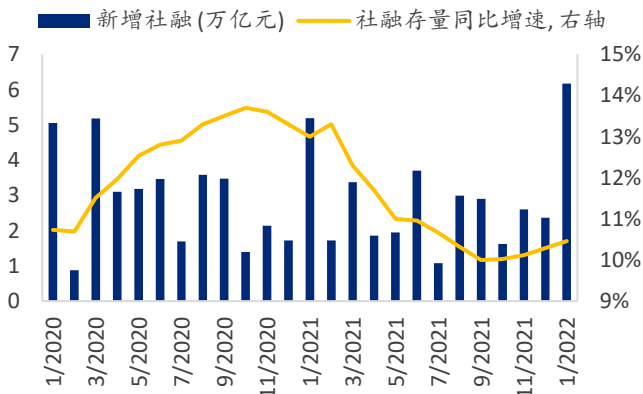
从数据来看，2022 年 1 月，社融存量增速升至 10.5%，为 6 个月以来最高值；信贷扩张强劲，新增人民币贷款（3.98 万亿元）创历史单月新高（详情请见[《1 月中国宏观数据点评——社融增速的拐点已过，信贷结构仍需优化》](#)）。

图表 24: 2021 年三季度和四季度央行货币政策执行报告对比

	2021 年三季度	2021 年四季度
总定性	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。	稳健的货币政策要灵活适度， 加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能 ，注重充足发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”， 又满足实体经济合理有效融资需求 ，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持， 实现总量稳、结构优的较好组合 。
流动性、货币供应量、宏观杠杆率	完善货币供应调控机制，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。	完善货币供应调控机制，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。
社融和信贷	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。 增强信贷总量增长的稳定性 。发挥好结构性货币政策工具作用，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，实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，用好 2000 亿元再贷款额度支持区域协调发展，落实好碳减排支持工具，设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。	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。 保持货币信贷总量稳定增长 。引导金融机构 有力扩大贷款投放，增强信贷总量增长的稳定性 。 要保持信贷结构稳步优化 。结构性货币政策工具积极做好“加法”，落实好支持小微企业的市场化政策工具，用好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。
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 。	要促进降低企业综合融资成本 。健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能， 稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行 。
人民币汇率	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性， 加强预期管理 ，完善跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念， 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定 。 以我为主 ，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性， 发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能 ， 加强跨境资金流动宏观审慎管理 ，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，处理好内部均衡和外部均衡的平衡。

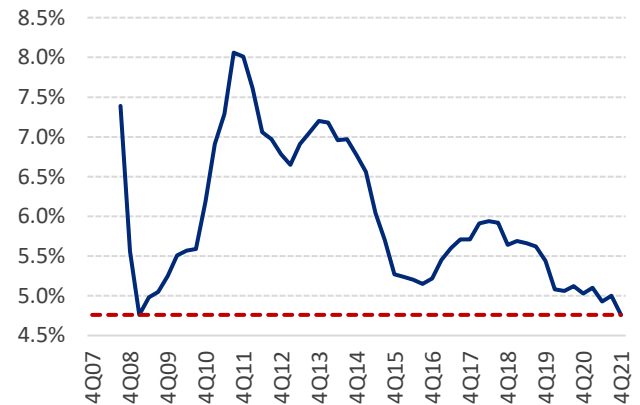
资料来源：中国人民银行，浦银国际

图表 25: 中国新增社融与社融存量同比增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 26: 中国金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：Wind，浦银国际

房地产融资或将边际放宽。2021年，社会融资成本有明显下降，四季度贷款加权平均利率已降至4.76%，为有记录以来最低值（与2009年一季度相同）。在当前情况下，4Q21货币政策执行报告提出“引导企业贷款利率下行”，但对象不再针对“小微企业”（3Q21货币政策执行报告）。

我们认为，进一步引导贷款利率下行的对象，大概率指向融资困难的房地产行业。尤其是考虑到，2022年上半年债务到期的高峰，以及表外融资能力因资管新规过渡期结束而受限。延续此前的观点，我们认为，中国央行对房地产市场的调控和监管仍未结束，对于融资端的微调将是未来几个月的关注重点。

- **展望未来：**

中国的货币政策宽松延续，尤其是社融存量增速已经见底回升，信贷脉冲也已经见底回升（详情请见[《信贷脉冲见底，市场底部相距不远》](#)）。需密切留意资本市场动态，我们预计，中国股市在未来数月即将迎来先下后上的重要拐点。

● 动态追踪



中国央行副行长：实施稳健的货币政策。1月18日，刘国强在[采访](#)中表示，2022年人民银行将坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度。他表示，人民银行将重点围绕以下几方面开展工作：一是保持货币信贷总量稳定增长，二是保持信贷结构稳步优化，三是保持企业综合融资成本稳中有降，四是保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

中国央行会同银保监会、证监会联合发布《金融机构客户尽职调查和客户身份资料及交易记录保存管理办法》。1月26日，为进一步完善反洗钱监管制度，提高反洗钱工作水平，中国央行会同中国银保监会、证监会联合印发[《金融机构客户尽职调查和客户身份资料及交易记录保存管理办法》](#)。中国央行将持续做好《办法》的落地实施工作，督促金融机构不断提高反洗钱工作水平，规范反洗钱履职行为，切实做好我国洗钱和恐怖融资风险防控工作。

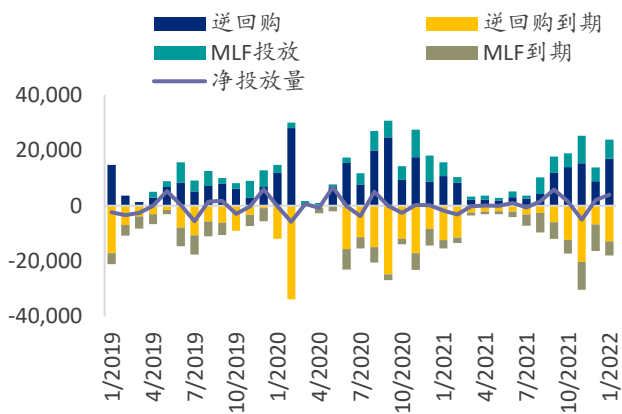
中国央行会同外汇局发布《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的通知》。1月29日，中国央行会同外汇局联合发布[《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的通知》](#)，主要内容包括：一是建立本外币一体化的银行境外贷款政策框架，二是将银行境外贷款相关的跨境资金流动纳入宏观审慎管理政策框架，三是明确银行境外贷款业务办理和相关跨境资金使用要求，切实做好风险防范。

中国央行会同市场监管总局、银保监会、证监会印发《金融标准化“十四五”发展规划》。2月8日，中国央行会同市场监管总局、银保监会、证监会联合印发[《金融标准化“十四五”发展规划》](#)，明确七个方面的重点：标准化辅助现代金融管理；标准化助力健全金融市场体系；标准化支撑金融产品和服务创新；标准化引领金融业数字生态建设；深化金融标准化高水平开放；推动金融标准化改革创新；夯实金融标准化发展基础。

中国央行召开调研座谈会。2月10日，中国央行召开[调研座谈会](#)，听取有关部门关于促进中小金融机构不良资产处置和兼并重组工作情况汇报，研究金融资产投资公司聚焦不良资产处置主业、发挥独特功能优势、助力化解金融风险相关政策措施。

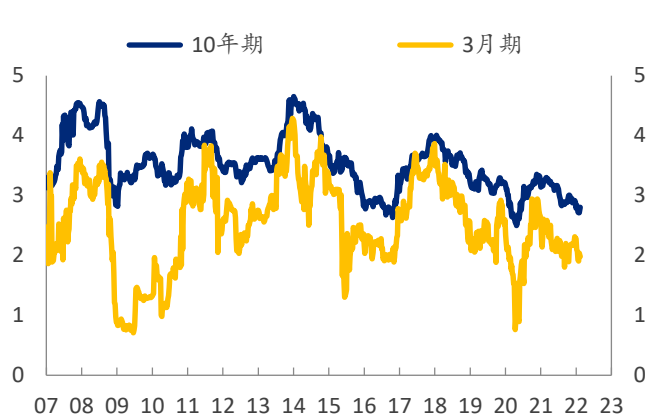
中国央行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》。2月11日，为规范银行间债券市场债券借贷业务，保护市场参与者的合法权益，提高债券市场流动性，中国央行制定了[《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》](#)。《办法》出台有利于满足市场参与者多样化的交易需求，提高做市商头寸管理能力，提升银行间债券市场流动性，促进金融市场功能深化和健康发展。

图表 27: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



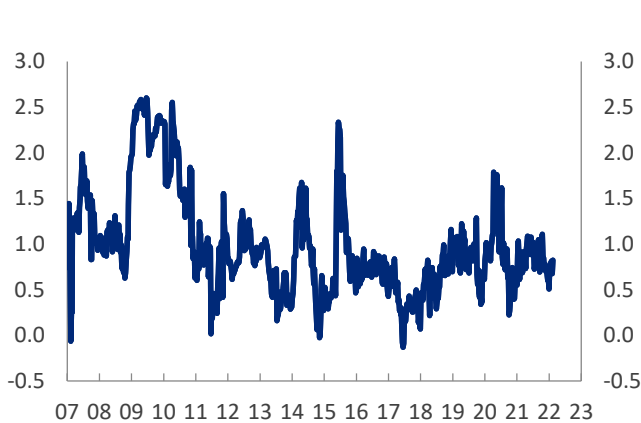
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 中国国债收益率 (%)



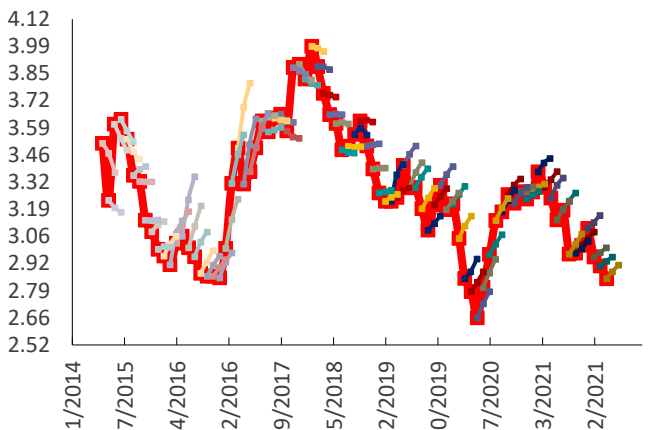
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 29: 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 30: 中国 10 年期国债远期 (%)



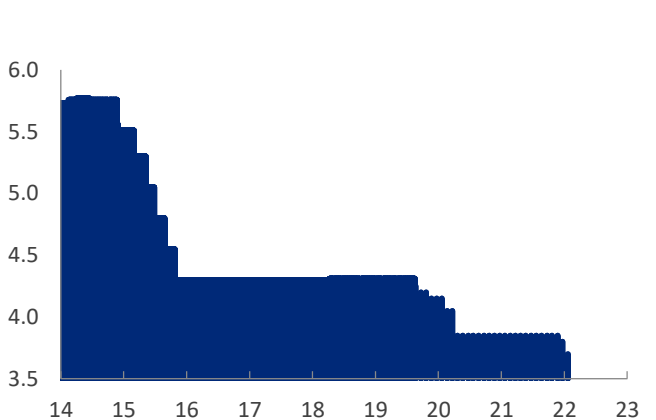
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



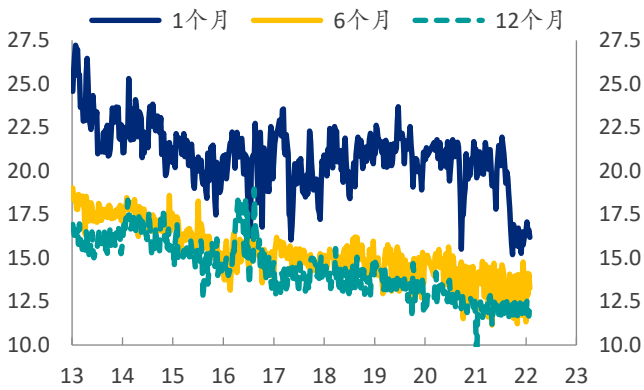
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 33: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 34: 中美国债利差



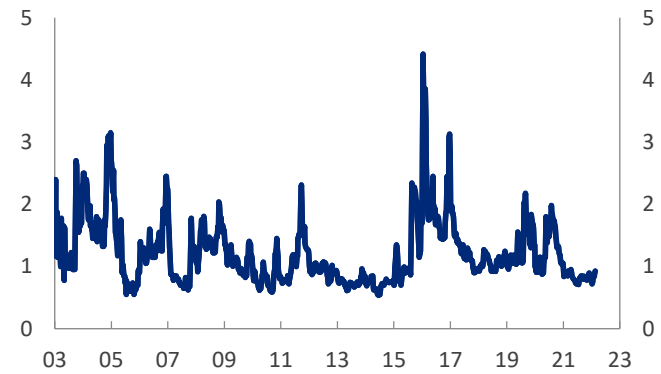
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



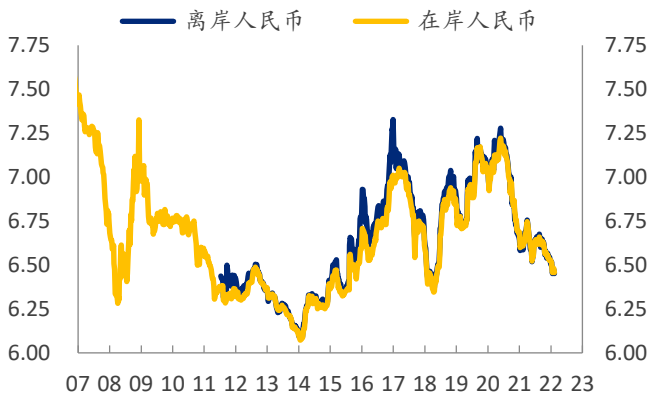
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 36: 1 年期港币隐含波动率 (%)



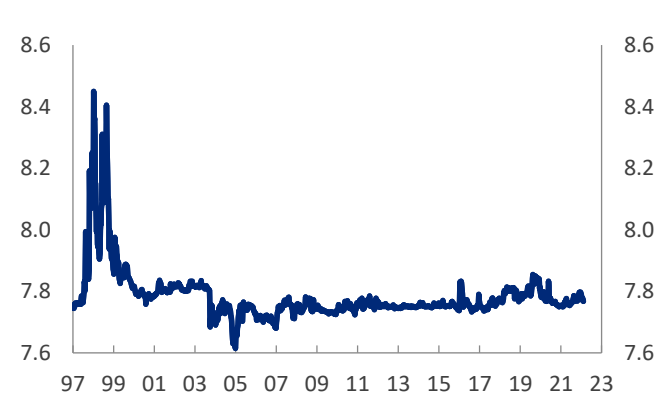
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 37: 人民币一年期远期汇率



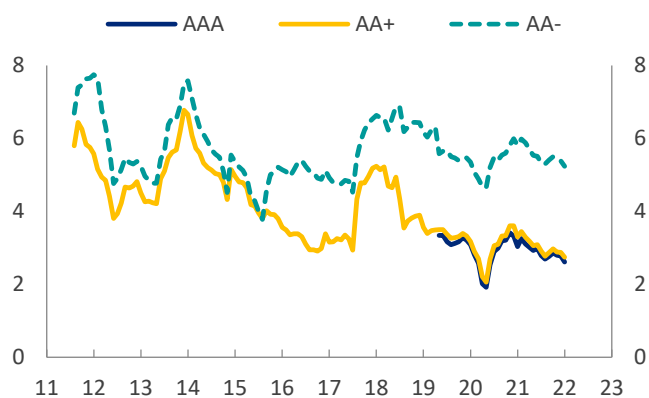
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 38: 港币一年期远期汇率



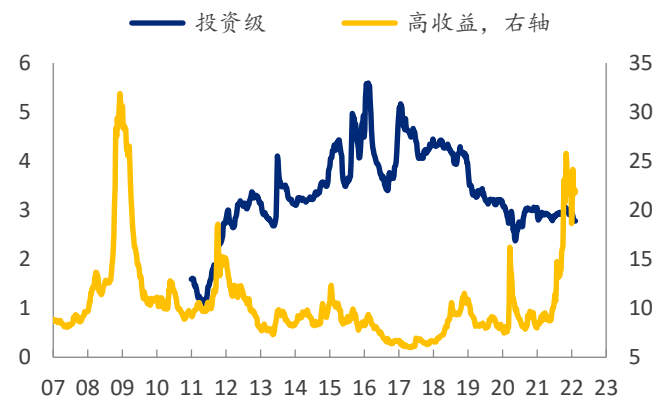
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 40: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

欧洲央行：通胀超预期，但欧央行难以真正“鹰派”



● 点评

截至 2 月 15 日，欧元区短端利率（3 月期德债）从 12 月末的 -0.71% 回升至 -0.67% 的水平，长端利率（10 年期德债）从 12 月末的 -0.18% 回升至 0.25%，收益率曲线从 12 月末的 0.53% 回升至 0.92%。欧元区 AAA 投资级债收益率由 12 月末的 0.25% 回升至 0.87% 水平，欧元区高收益债券（CCC 及以下）收益率由 12 月末的 7.03% 回升至 7.98%。

与美国通胀高企情况类似，欧元区同样面临通胀高企。2022 年 1 月，欧元区通胀同比达到 5.1%，超出预期值 4.4%，创下过去 25 年新高。但剔除了能源及食品的核心通胀率则由 2.6% 回落至 2.3%，显示通胀主要由能源及食品项目所推动。即使如此，欧央行也开始逐步推进货币政策正常化：

- 欧央行将如期于 3 月底结束紧急采购计划（PEPP）。
- 在 PEPP 结束之后，欧央行也将开启 QE 缩减：资产购买计划（APP）在 2022 年第二季度每月购买 400 亿欧元资产，在 2022 年第三季度将缩减至每月 300 亿欧元，2022 年第四季度缩减至 200 亿元。

一向通胀低迷的欧元区，面临通胀的持续高企，欧央行官员逐步显现出“鹰派”论调，开始呼吁采取措施抑制通胀。

2 月初，欧央行行长拉加德一度表示“不排除 2022 年加息的可能”，但在随后几周又表示“由于通胀势将回落，并可能稳定在 2% 左右，欧元区不需要大幅收紧货币政策”，随后又表示“过快加息可能会阻碍复苏、影响就业”。不难发现，身为欧央行行长在数周之内，观点大幅变化背后显示了欧央行的“鹰派”之旅可谓困难重重。

欧央行之所以难以真正的“鹰派”原因有以下几点：

- 欧元区的整体通胀压力实质有限。不同于美国，通胀与核心通胀都处于极高水平，欧元区的通胀主要由“能源”项目所贡献，剔除了能源与食品项目的核心 CPI 目前仅为 2.3%，远低于美国超过 4% 的核心 CPI 水平。而且 2022 年 1 月的核心 CPI 甚至还较上月走低。不同于美国，欧元区的中期通胀预期目前仍然低于 2% 的水平，拉长时间轴来看，通胀的压力并不大。

- 欧元区的整体复苏韧性弱于美国,近几个月德法意等国的 PMI 都有所回落,2021 年 12 月德国制造业 PMI 一度低于 50 的荣枯线。
- 相较美国,欧元区各国尤其是欧洲国家,在原本已经糟糕的债务情况下,还将面临新冠疫情带来的巨大财政赤字,其需要欧元区持续的低利率以维持其债务的可持续性。

因此,实质上,欧元区的“鹰派”论调更像是在通胀数据不断超预期情况下,出于舆论压力的某种政治表态,在目前的情况下,欧央行很难真正“鹰派”起来。

- **展望未来:**

欧央行会逐步缩减 QE,但预计加息之路仍然遥远,我们预计,最快要到 2023 年,欧央行方才会启动有限加息(从负利率回升至零利率)。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

● 动态追踪

欧央行行长称，不排除 2022 年加息的可能性。2 月 4 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧央行不排除 2022 年加息的可能性，并表示通胀风险倾向于上行。

斯洛伐克央行行长（偏鹰）称，欧元区通胀风险明显上升。2 月 4 日，卡兹米尔（Peter Kazimir）在[采访](#)中表示，欧元区通胀数据已超预期，若有必要，欧央行将毫不犹豫地采取行动。

法国央行行长（偏鸽）称，不对欧央行加息的时机匆忙下结论。2 月 4 日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中表示，人们不应急于对欧央行加息的时机下结论。他表示，欧洲央行将采取循序渐进的方式，并始终保留各种选项。

荷兰央行行长（偏鹰）称，欧央行将在 4Q22 首次加息。2 月 6 日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中表示，他预计欧央行将在 4Q22 首次加息。他还表示，第二次加息将紧随第一次加息之后，并支持尽快结束欧央行的资产购买计划。

欧央行行长称，无需大幅收紧货币政策。2 月 8 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中表示，由于通胀势将回落，并可能稳定在 2% 左右，欧元区不需要大幅收紧货币政策。她表示，没有迹象表明中期通胀将会持续并显著高于我们的目标。

西班牙央行行长（偏鸽）称，收紧货币政策必须渐进为之。2 月 8 日，德科斯（Pablo Hernandez de Cos）在[采访](#)中表示，未来的不确定性很高，任何潜在的货币政策收紧都将是渐进的，并取决于后续公布的宏观经济数据。

法国央行行长（偏鸽）称，市场对欧央行反应过度。2 月 8 日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中表示，投资者可能对欧洲央行的鹰派转向反应过度。他表示，在加息之前首先会停止资产购买，但这一过程不会构成货币紧缩。

法国央行行长（偏鸽）称，欧央行将采取一切必要措施让通胀回归 2% 目标。2 月 8 日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中表示，欧央行将采取一切必要措施，引导通胀回归其 2% 的目标。

欧央行理事（偏鹰）称，应加息抑制通胀。2 月 9 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，如果高企的能源价格继续推高通胀率，欧央行可能需要提高利率。

欧央行副行长（偏鸽）称，通胀维持高位的时间比预期更久。2月10日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，通胀保持高位的时间可能会比之前预期的更长，但在今年内会下降。因此，政策工具应具有灵活选择性。














芬兰央行行长（偏鸽）称，应逐步实现货币政策正常化。2月10日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中称，由于未来通胀走势仍不确定，应循序渐进地实现货币政策正常化。

欧央行行长称，不应过早加息。2月11日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中表示，过快加息可能会阻碍复苏、影响就业。她表示，通胀率上升大部分由能源价格和供应链限制推动，而欧央行对此没有控制权。

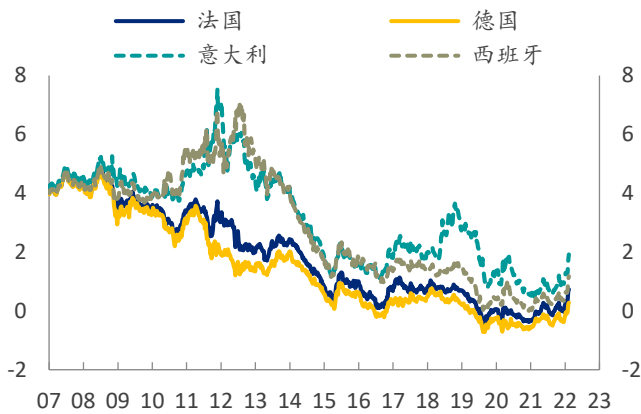
欧央行首席经济学家（偏鸽）称，尚未出现第二轮效应。2月11日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中表示，欧元区尚未出现第二轮效应，不应过早加息。

图表 41: 2022 年 1 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			不排除 2022 年 加息的可能性		通胀风险倾向于 上行
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙 央行行长			收紧货币政策必 须渐进为之		未来的不确定性 很高
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家			不应过早加息		欧元区尚未出现 第二轮效应
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长			欧洲央行将采取 循序渐进的方式，并始终保留 各种选项		
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长			应循序渐进地实 现货币政策正常 化		未来通胀走势仍 不确定
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长			政策工具应具有 灵活选择性		通胀保持高位 的时间可能会比之 前预期的更长， 但在今年内会下 降
卡兹米尔 Peter Kazimir	斯洛伐克 央行行长			若有必要，欧央 行将毫不犹豫地 采取行动		欧元区通胀数据 已超预期
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事			欧央行应该加息		
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长			欧央行将在 4Q22 首次加息		

注：=偏鸽 =偏鹰
资料来源：浦银国际

图表 42: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 43: 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 44: 美德 10 年期国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 45: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



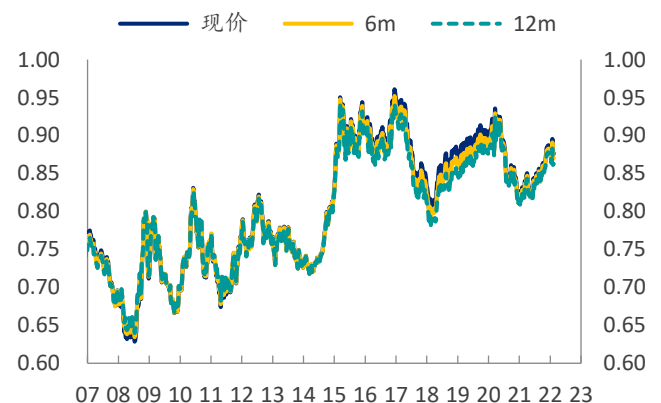
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 47: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：紧缩政策延续

● 点评

在美国和欧元区通胀连续超预期的背景下，通胀压力已蔓延至全球各国，缩减、加息以及提高通胀预期几乎成为各国央行的一致行动。至 2022 年 1 月，进行加息的央行数量仍然保持逐月递增态势。而在众多发达经济体中，日本仍然坚持宽松政策。

- **英国央行**将政策利率上调 25 个基点至 0.5%，停止到期政府债券的再投资计划，并缩减持有的公司债券规模。英国央行重申，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**维持长、短期政策利率在 0% 到 -0.1% 不变，将 10 年期国债收益率目标范围扩大至 -0.25% 到 0.25%。行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）称，目前由于工资增长疲软，日本通胀率仍然远低于美国和欧洲，央行必须保持超宽松货币政策。
- **澳洲央行**宣布结束其资产购买计划，并重申将对提高利率保持耐心，在通胀率稳定在 2%-3% 的目标范围内之前不会提高利率。同时，澳洲央行提高通胀预测，并降低失业率预测。提高后的平均通胀预期保持在 2-3% 的目标中点以上，而降低后的预期失业率则在 4% 的目标值以下。
- **加拿大央行**将基准利率维持在 0.25% 不变，并取消前瞻性指导。加拿大央行行长表示，加拿大需要提高利率吸引更多投资促进经济，加大产能，满足更强劲的消费需求，而不是刺激。
- **瑞典央行**将利率维持在 0%，并保持 QE 不变。尽管目前瑞典通胀率很高，但瑞典央行预计将于今年内回落，因此决定维持利率和 QE 不变。
- **挪威央行**维持政策利率在 0.5% 不变，并表示由于失业率上升幅度低于预期，而通胀率接近目标，因此 3 月可能会提高利率。

● 展望未来：

通胀走势将成为全世界瞩目的焦点，市场普遍相信，未来通胀数据将决定各大央行的行动。尽管疫情反复，随着时间的推移，疫情对经济的影响正在被淡化，经济强劲复苏和通胀高企不下仍是各国央行的共识。因此，各国央行将继续开启货币政策正常化的进程，边际收紧货币政策也将趋势化。



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

英国央行加息 25 个基点。2 月 3 日，英国央行发布[货币政策公告](#)称，决定将政策利率从 0.25% 上调至 0.5%，以抑制加速上升的通胀；停止到期政府债券的再投资计划，并缩减持有的公司债券规模。

英国央行首席经济学家称，可能进一步加息。2 月 9 日，皮尔（Huw Pill）在[演讲](#)中称，鉴于通胀率上升，加息 25 个基点是合理的。他表示，后续不排除进一步加息。

● 日本央行

日本央行副行长称，货币政策正常化为时尚早。2 月 3 日，若田部昌澄（Masazumi Wakatabe）在[演讲](#)中称，日本央行不应在货币政策正常化道路上跟随其它央行的步伐，货币政策正常化为时尚早。

日本央行行长称，必须保持超宽松政策，以支持经济增长。2 月 4 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中表示，目前由于工资增长疲软，日本通胀率仍然远低于美国和欧洲，央行必须保持超宽松货币政策。

● 澳洲央行

澳洲央行宣布结束 QE，但表示并不急于加息。2 月 1 日，澳洲央行发布[公告](#)称，将结束其资产购买计划，并重申在通胀率稳定在 2%-3% 的目标范围内之前不会提高利率。

澳洲央行行长称，将采取必要的措施维持低而稳定的通胀。2 月 2 日，洛伊（Philip Lowe）在[演讲](#)中称，工资和通胀走势仍有不确定性，澳洲央行将采取必要的措施维持低而稳定的通胀。

澳洲央行：提高通胀预测，并降低失业率预测。2 月 3 日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)称，提高后的平均通胀预期保持在 2-3% 的目标中点以上，并降低失业率预测至 4% 以下。

● 加拿大央行

加拿大央行维持利率不变。1 月 26 日，加拿大央行发布[公告](#)称，将基准利率维持在 0.25% 不变，并取消前瞻性指导。



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 +

加拿大央行行长称，加拿大经济不需要更多的刺激。2月10日，马
克勒姆（Tiff Macklem）在采访中称，加拿大需要提高利率吸引更多
投资促进经济，而不是依靠刺激。

- 瑞典央行

瑞典央行维持利率和 QE 不变。2月10日，瑞典央行发布[货币政策
声明](#)称，尽管目前通胀率很高，但预计将于今年内回落，因此将利率
维持在 0%，并保持 QE 不变。

- 挪威央行

挪威央行：将利率维持在 0.5% 不变。1月20日，挪威央行发布[公告](#)
称，将利率维持在 0.5% 不变，并表示 3 月可能提高利率。



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 48: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 49: 美日 10 年期国债利差



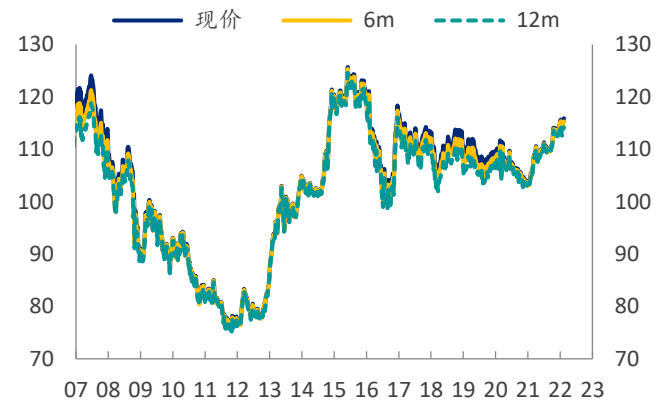
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 50: 1 年期日元隐含波动率 (%)



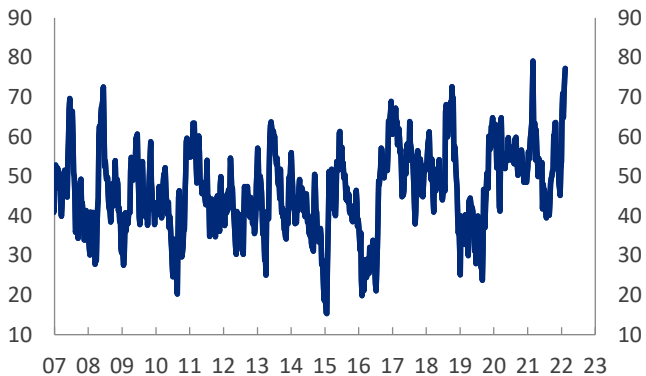
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 51: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 52: 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人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 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

