



美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快7月加息——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**5月FOMC会议决定加息50bps，并决定在6月1日开始缩表，初始的缩表规模为每月475亿美元，三个月后增加到每月950亿美元，与3月FOMC会议纪要透露的信息基本一致。目前处在美联储紧缩压力最大的时候，后续预计紧缩压力将边际放缓，因为：1) 紧缩上限被划定，美联储主席鲍威尔明确表示委员会未考虑75bps的加息幅度，且5月采访中鹰派官员无异议；2) 核心PCE同比趋缓，成为通胀见顶的证据；3) 经济面临下行风险，限制紧缩情绪进一步升温。
- 中国人民银行：**中国经济依然面临宏观环境的复杂性、严峻性、不确定性，在众多目标函数的约束下，央行在政策实施时将更注重政策的精确传递。1) 海外高通胀尚未缓解，中国央行虽然侧重“以我为主”，但在海外央行普遍紧缩的大背景下，难有大水漫灌式宽松的空间；与此同时，中国央行积极作为，通过出台一系列结构性工具、做好定向宽松。2) 宽信用主线仍然不变，2022年4月社融增速恢复低迷，主要受信贷需求低迷的影响。针对信贷的现实情况，中国央行对宽信用的支持将主要围绕降低实体融资成本。
- 欧洲央行：**预计欧央行将在三季度开始加息，但加息空间有限，因为：1) 欧央行行长表示三季度早些时候将结束资产购买，并在数周后加息，对加息时间给出明确提示。此外，鸽派官员也表示将在三季度加息，已无反对声音；2) 全球紧缩环境下欧央行和其它国家利差加大，令欧元下行，加剧通胀，使欧央行有意愿加息；3) 欧元区主要经济体经济活动低迷，经济仍在受到冲击，限制未来加息空间。
- 其他央行：**各国央行的货币政策正常化进程持续并有所加快，多个央行行长表示未来将加大加息幅度。与此同时，包括新西兰、瑞典在内的多个国家通胀率上升至30年以来最高水平。伴随着美联储加息节奏边际放缓，各国央行的紧缩进程预计将一定程度趋缓。

2022年 5月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6452

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5月23日

相关报告：

[《美股资金流回落至一级见底支撑位，短期反弹可期，但下行空间仍存》](#) (2022-05-13)

[《政策底进一步夯实——4月政治局会议解读》](#) (2022-05-03)

[《FOMC3月会议：通胀驱动型加息，缩表临近，中性偏鹰》](#) (2022-03-17)

[《3月中国宏观数据点评——信贷摆脱短暂低迷，关注长期趋势和信贷结构改善》](#) (2022-04-12)

[《信贷脉冲见底，市场底部相距不远》](#) (2021-12-24)

目录

全球总览：流动性加速紧缩	3
美联储：紧缩上限浮现，紧缩压力边际拐点隐现	6
点评	6
动态追踪	9
中国人民银行：整体延续宽松、侧重结构性工具	14
点评	14
动态追踪	18
欧洲央行：利差扩大、欧元下行，最快可能 7 月加息	22
点评	22
动态追踪	25
其他央行：货币政策正常化进程有所加快	29
点评	29
动态追踪	31

全球性普遍紧缩，美联储货币紧缩压力预计先高后低——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：流动性加速紧缩

2022 年 4 月：

- **4 月全球资本市场下跌：**MSCI 发达国家指数下跌 8.31%，MSCI 新兴市场指数下跌 5.56%；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，截至 5 月 9 日，海外央行美元互换需求为 2.22 亿美元的水平。
- **4 月全球央行扩表速度放缓：**全球资产负债表扩表速度进一步放缓。截至 5 月 9 日，美联储资产负债表总规模为 8.94 万亿美元，较 2022 年 4 月下降。

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 (%)



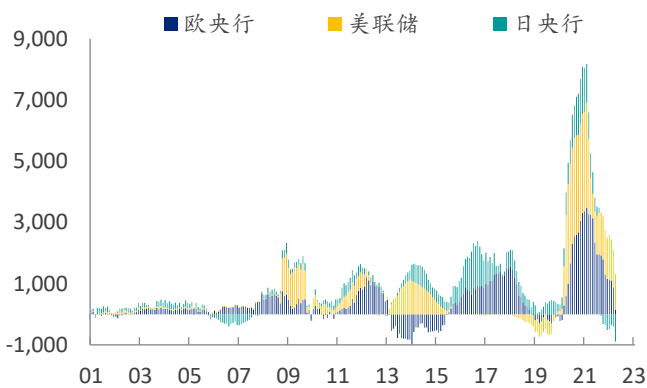
资料来源: Macrobond, 浦银国际

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)



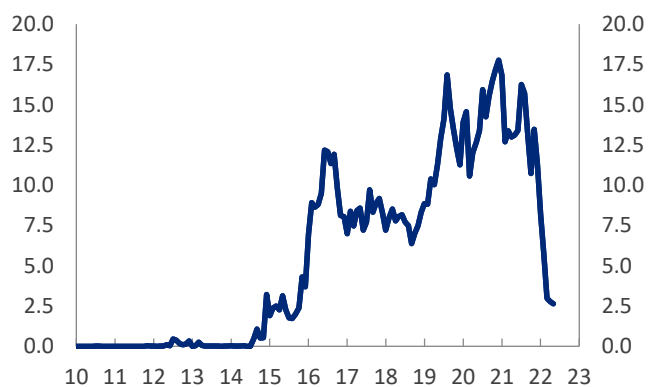
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：紧缩上限浮现，紧缩压力边际拐点隐现



• 点评

截至 2022 年 5 月 18 日，美债短端利率（3 月期）从 3 月底的 0.52% 上升至 1.02%；10 年期美债收益率从 3 月底的 2.32% 上升至 2.89%；10 年期和 3 月期国债利差从 3 月底的 1.81% 上升至 1.87%。美元指数于 5 月 18 日上升至 103.81 的水平。

5 月 FOMC 会议决定加息 50bps，符合预期。此外美联储主席鲍威尔明确表示委员会未考虑 75bps 的加息幅度，市场加息预期随之下降。5 月 FOMC 会议声明主要内容原文摘录如下：

1. 关于通胀和经济形势：

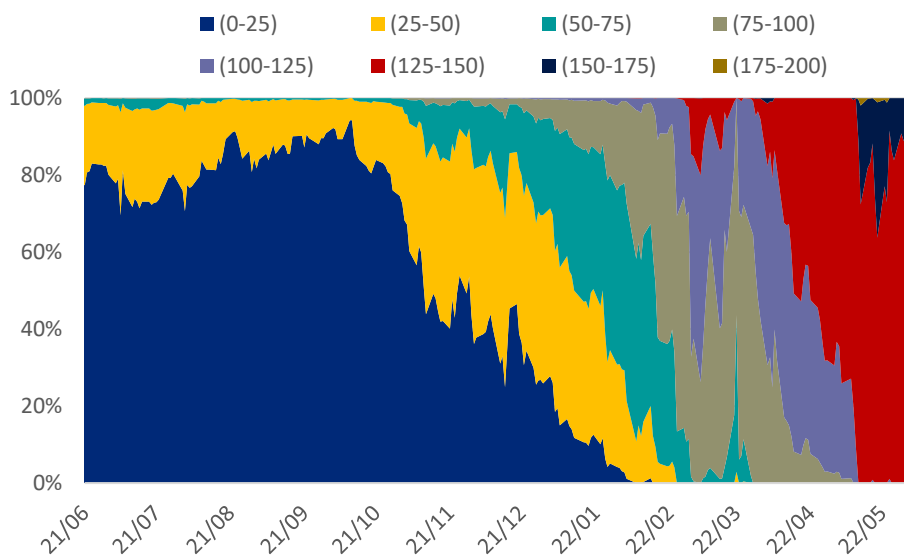
- 通胀仍然处于高位，反映了与疫情有关的供需失衡、能源价格上涨以及更为广泛的价格压力（broader price pressures）。
- 俄罗斯对乌克兰的入侵正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响是非常不确定的（highly uncertain）。入侵和相关事件正在对通胀造成额外的上升压力，并可能影响经济活动。
- 中国的疫情封控可能会加剧供应链的压力（exacerbate supply chain disruptions）。委员会高度关注着通胀风险。
- 随着货币政策适当收紧，委员会预计通货膨胀将回到 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲。为了支持这些目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间提高到 0.75%-1%（即加息 50bps）。

2. 关于缩表

委员会决定在 6 月 1 日开始减少其持有的国债、机构债务以及 MBS。初始的缩表规模为每月 475 亿美元，三个月后增加到每月 950 亿美元，与 3 月 FOMC 会议纪要透露的信息基本一致，其中：

- 国债的初始缩表上限设定为每月 300 亿美元，三个月后将增加到每月 600 亿美元。
- 机构债务和 MBS 初始缩表上限设定为每月 175 亿美元，三个月后将增加到每月 350 亿美元。

图表 9: 市场预期的 6 月加息 75bps (累计 150-175bps) 的概率下降



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

- **展望未来：**

我们认为目前处在美联储紧缩压力最大的时候，后续预计紧缩压力将**边际放缓**。我们在上一期央行观察中提及，美联储当前的“鹰”实质上是在进行预期管理，引导市场形成加速紧缩的预期，进而压制通胀预期，并且在面临低增长、高通胀两难的局面下预留政策空间，为未来的边际宽松埋下伏笔。

我们认为美联储的紧缩压力先紧后松，预计紧缩压力的边际拐点即将出现：

- **排除一次加息 75bps，紧缩上限被划定。**本次会议决定加息 50bps 符合市场预期，而美联储主席鲍威尔排除了一次加息 75bps 的可能性，一定程度上“鹰中带鸽”，让市场看到了紧缩速度上限。在 FOMC 会议之后，市场预计 6 月加息 75bps (累计 150-175bps) 的概率从 27% 下降至约 10% 的水平。而在美联储官员中，此前较为激进且有投票权的圣路易斯联储主席布拉德 (James Bullard) 观点也有转变迹象，他在 5 月的采访中表示无需单次加息 75 个基点，一定程度上划定了美联储的紧缩上限。
- **核心 PCE 同比趋缓，一定程度上舒缓紧缩压力。**在剔除食品和能源之后的美国核心 PCE 同比连续两个月低于预期，自 2 月核心 PCE 同比 5.4% 低于预期 5.5% 之后，于 4 月底公布的 3 月核心 PCE 同比为 5.2%，低于预期 5.3%。核心 PCE 走弱也构成通胀即将见顶的依据。此外，供应端是目前通胀的主要推动力，而加息对供应端的作用有限，也将成为加息预期回落的原因。
- **经济前景下行风险加大，舒缓紧缩压力。**目前美国经济前景面临较多不确定性。1) 在地缘政治冲突风险方面，删除了此前决议中“短期内”的表述，即美联储认为地缘冲突带来的影响时间将更长；2) 此次会议声明中提及中国防疫的封控措施可能会加剧供应链中断问题。此外，4 月公布的一季度 GDP 季度环比 -1.4% 也低于预期 1.1%，也将限制紧缩情绪进一步升温。

● 动态追踪

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储行动并不滞后。5月6日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，美联储行动滞后的程度并没有想象中滞后，而市场也已经对全年的加息幅度定价。

亚特兰大联储主席（无投票权，偏鹰）称，可在未来连续加息50个基点后评估通胀是否被控制。5月9日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，美联储可在未来两至三次会议上连续加息50个基点，然后评估经济和通胀的反应，再决定是否需要进一步加息。他表示，一次加息50个基点已经足够，无需更加激进。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，支持未来连续两次加息50个基点。5月10日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，他支持美联储在6月和7月的FOMC会议上每次都加息50个基点。他表示，在俄乌战争和疫情下控制通胀的任务艰巨，但并非不可能完成，尽管失业率会上升，但一个理想的结果是劳动力市场随着通胀下降而保持健康。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，进入中性利率区间后美联储可评估紧缩幅度。5月10日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，当利率调整到中性利率区间后，美联储可以评估还需要采取多少措施才能将通胀率降至2%的目标水平。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，只有当通胀明显放缓时，才可考虑暂停加息。5月10日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，只有当通胀出现令人信服的下降迹象时，才可能停止加息。她表示，美联储的行动应领先于通胀。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，尚无需一次加息75个基点。5月11日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，尽管美国4月CPI很高，但目前无需一次加息75个基点。

美国参议院批准鲍威尔连任美联储主席。5月12日，美国参议院两党[投票确认](#)鲍威尔（Jerome Powell）获得连任美联储主席。

美联储主席称，预计未来连续两次加息50个基点。5月12日，鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中称，美联储将在未来两次政策会议上加息50个基点。他表示，尽管控制通胀的过程会有副作用，但物价加速上涨的后果更严重。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，只有当通胀连续数月下降，才可认为通胀已见顶回落。5月13日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，当通胀连续几个月持续下降，才可有把握地认为通胀已经



见顶回落。她表示，如果数据没有呈现明显改善，9月前应加快加息步伐。

美联储主席称，通胀已威胁到美国经济的基础。5月17日，鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中称，美联储将提高利率至最高水平，以遏制通胀飙升。他表示，通胀已威胁到美国经济的基础。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，加息幅度取决于供应链瓶颈何时解除。5月17日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)中称，此前在供应链有好转迹象时，俄乌战争和中国疫情使供应链再次陷入困境。他表示，美联储最终需要多高的利率，将在很大程度上取决于供应瓶颈何时才能解除。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）称，应小幅加息。5月17日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，他支持在7月或9月前小幅加息，以便让美联储有时间评估通胀和就业市场。他表示，利率过高令他担忧，因为很难确切知道利率何时开始影响经济增长。

图表 10: 2022 年 5 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	◎			未来两次会议 加息 50 个基点, 但不考虑一次 加息 75 个基点		通胀已威胁到 美国经济基础
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利 斯联储主席		🕊️		最终加息幅度 取决于供应链 瓶颈解决时间		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥 联储主席		🕊️	很难确切知道 利率何时开始 影响经济增长	支持 7 月或 9 月 前小幅加息, 以 有时间评估通 胀和就业市场		
威廉姆斯 John Williams	纽约 联储主席	◎	🕊️		支持 6 月和 7 月 每次加息 50 个 基点		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满 联储主席		🦅		利率调整至中 性水平后再作 评估		
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰 联储主席	◎	🦅		当通胀出现令 人信服的下降 迹象时, 才可停 止加息。		当通胀连续几 个月持续下降, 才可认为通胀 已经见顶回落。
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大 联储主席		🦅	俄乌战争影响 美国经济	连续两到三次 加息 50 个基点, 再评估经济和 通胀的反应		
布拉德 James Bullard	圣路易斯 联储主席	◎	🦅		无需一次加息 75 个基点		

注: ◎=有投票权 🕊️=偏鸽 🦅=偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 11: 美国国债收益率 (%)



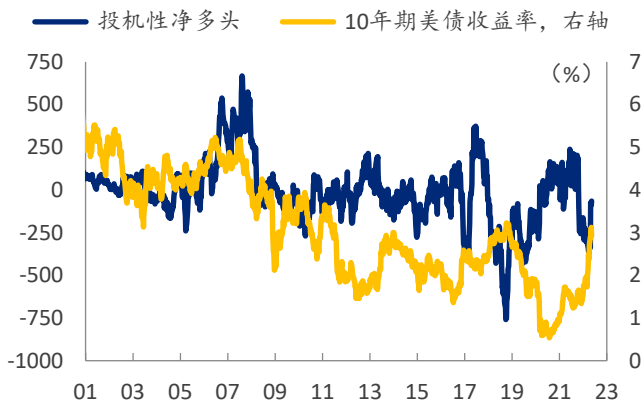
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 12: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



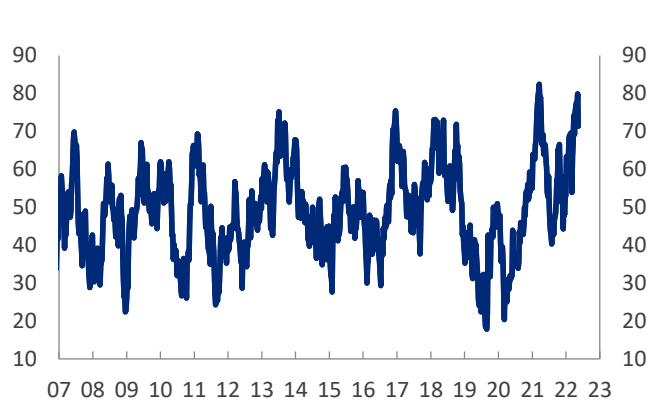
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 13: 10年期美债投机性净多头



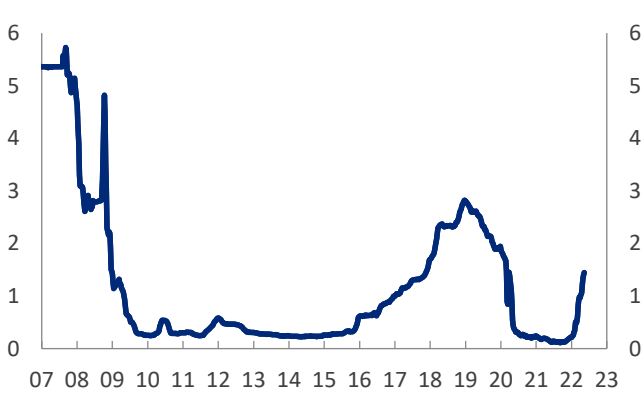
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 10年期美债收益率 14天 RSI



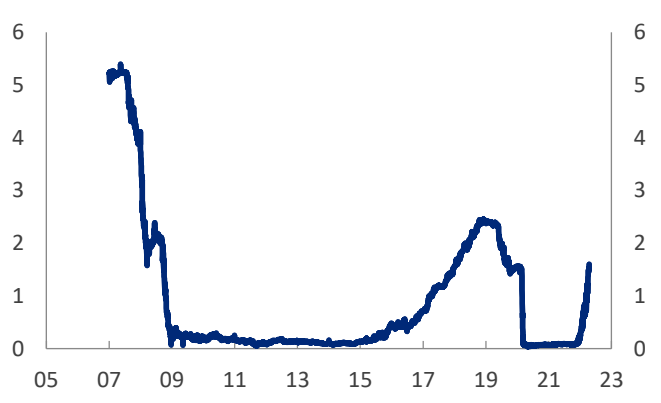
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 美元 3 月期 LIBOR (%)



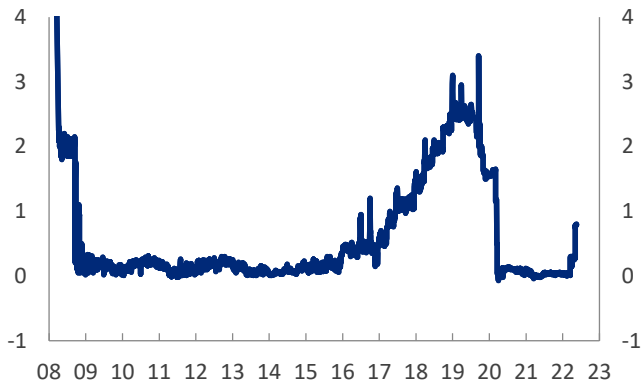
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 3 月期美债隐含收益率 (%)



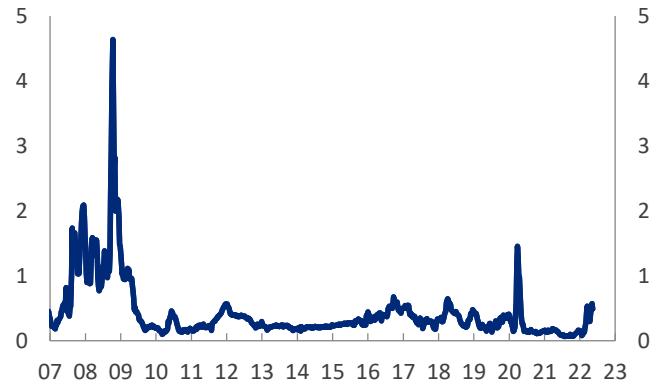
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 17: 美国隔夜回购利率 (%)



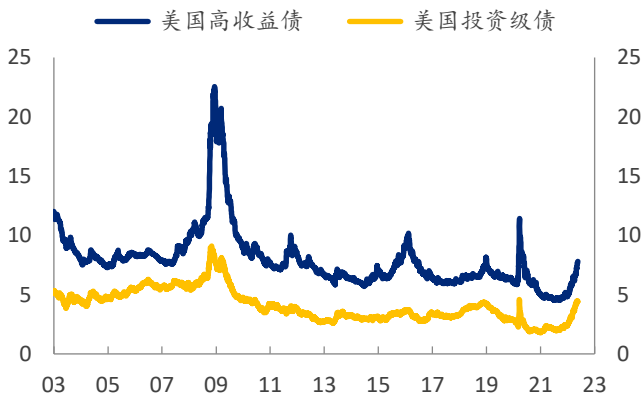
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 泰德利差 (%)



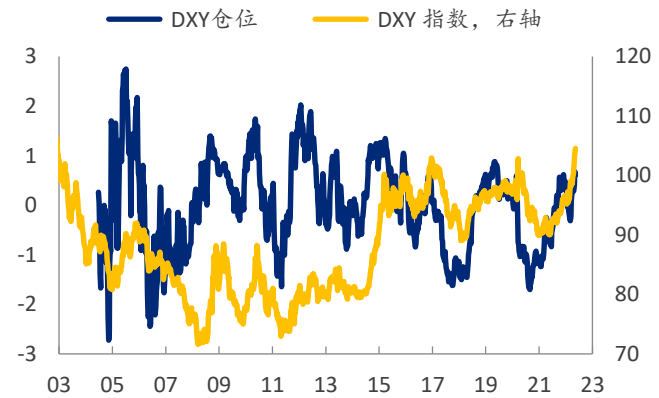
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 19: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: FactSet, 浦银国际

工具

● 点评

截至5月17日，短端利率（3月期国债）从3月底的2.25%下降至2.03%的水平，长端利率（10年期国债）从3月底的2.81%上升至2.84%。中国央行4月续作1,500亿元中期借贷便利操作（MLF），当月MLF到期1,500亿元，净投放资金为零；通过公开市场逆回购，4月净回笼资金6,400亿元。

宏观环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。从国内看，中国经济面临的“三重压力”（需求收缩、供给冲击、预期转弱）依然存在，上海等地区疫情反弹进一步压低了接触型消费和部分领域投资，停工停产和供应链效率下降制约了经济复苏。从国外看，海外高通胀未出现缓解迹象，叠加俄乌冲突对大宗商品价格的进一步推动，使得发达市场央行加码收紧货币政策，或将对中国经济造成扰动。在当前的宏观环境下，中国货币政策面临较大挑战，在众多目标函数的约束下，央行在政策实施时将更注重政策的精确传递。

1. 海内外货币政策方向背离，整体宽松偏谨慎、侧重结构性工具

目前，海外高通胀尚未缓解，中国央行虽然侧重“以我为主”，但在海外央行普遍紧缩的大背景下，难有大水漫灌式宽松的空间。5月，美债利率延续上行趋势，中美2年期和10年期国债利率均出现倒挂（为12年以来首次），叠加2022年出口边际走弱的影响，人民币汇率下行压力逐步显现（美元兑人民币已从4月初的6.35升至5月18日的6.74），也限制了中国央行的宽松空间。此外，中国央行在4月通过降准25个基点和上缴结存利润（6,000亿元）的方式进行了适当的宽松，预计继续宽松的政策空间有限。

与此同时，中国央行积极作为，通过出台一系列结构性工具、做好定向宽松：

- 1) 用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具；
- 2) 设立2,000亿元科技创新再贷款和400亿元普惠养老专项再贷款；

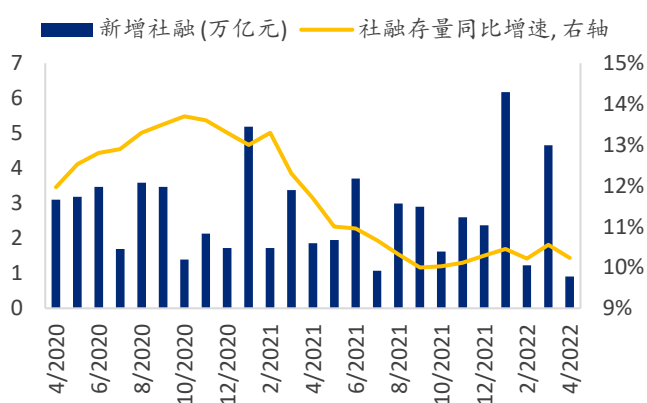
- 3) 增加 1,000 亿元再贷款额度支持煤炭开发利用和增强储能因城施策；
- 4) 合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。

2. “宽信用”的主线不变

2022 年 4 月，社融存量增速回落至 10.2%，较前期下降 0.4 个百分点。社融增速恢复低迷，主要受信贷需求低迷的影响，但无碍“宽信用”主线继续延续。4 月，新增人民币贷款（6,454 亿元）低于去年同期（1.47 万亿元）和 Bloomberg 市场预期（1.53 万亿元）。其中，居民贷款规模净减少 2,170 亿元；企业融资需求则主要来自票据融资和短期贷款，新增中长期贷款同比仅多增 148 亿元。与居民、企业信贷需求低迷所对应的是，新增政府债券融资 4 月达到 3,912 亿元，同比多增 3,943 亿元。

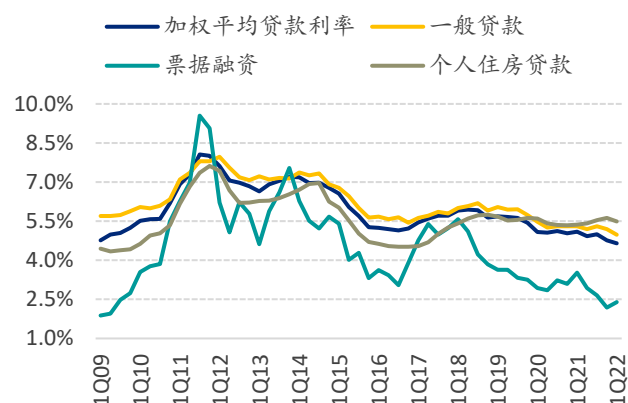
针对信贷的现实情况，中国央行对宽信用的支持将主要围绕降低实体融资成本。在 2022 年一季度货币政策执行报告中，央行淡化了“引导企业贷款利率下行”的说法，强调“发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率改革效能”。2022 年 5 月 LPR 的 1 年期维持不变，但 5 年期由 4.6% 降低至 4.45%，这是 3 个月来首次下调，且下调幅度超过市场预期。央行此次的微调很可能是渐进式稳预期，不将子弹太快打出，我们预计，1 年期 LPR 很可能仍有微调下降的空间。

图表 21: 中国新增社融与社融存量同比增速的变化



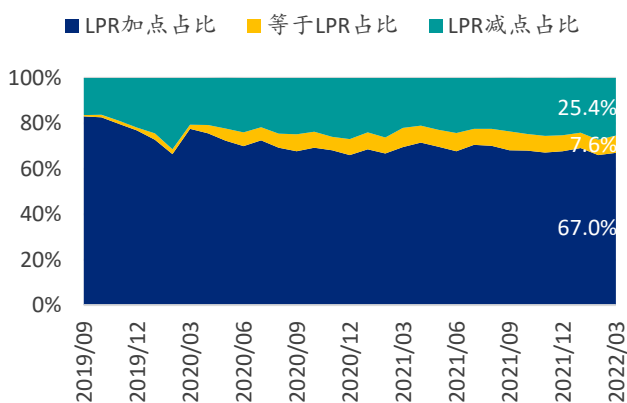
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 22: 中国加权平均贷款利率延续下行趋势



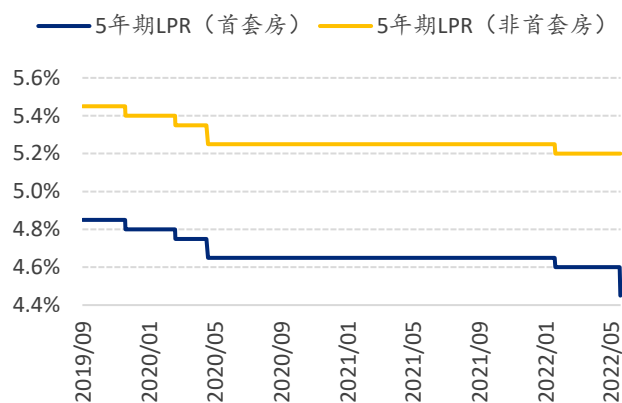
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 23: 中国金融机构贷款利率情况



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 24: 中国首套房房贷利率下调



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 25: 2021 年四季度和 2022 年一季度央行货币政策执行报告对比

	2021 年四季度	2022 年一季度
总定性	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。	稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度, 稳字当头, 主动应对, 提振信心, 搞好跨周期调节, 坚持不搞“大水漫灌”, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 落实好稳企业保就业各项金融政策措施, 聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。
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。	用好各类货币政策工具, 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。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。	用好各类货币政策工具, 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。结构性货币政策工具积极做好“加法”, 引导金融机构合理投放贷款, 促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的企业、行业倾斜。适时增加支农支小再贷款额度, 用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款, 抓实碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用。
社会融资成本	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。	推动降低企业综合融资成本。健全市场化利率形成和传导机制, 优化央行政策利率体系, 加强存款利率监管, 发挥存款利率市场化调整机制重要作用, 着力稳定银行负债成本, 持续释放贷款市场报价利率改革效能。
人民币汇率	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。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 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, 保持外汇市场正常运行。

资料来源: 中国人民银行, 浦银国际

- 展望未来:

在海内外货币政策方向背离的情况下，中国央行整体延续宽松，将侧重结构性工具。在宽信用的主线下，通过结构性举措定向发力。对于降低实体融资成本，中国央行将继续推动存款利率市场化，稳定银行负债成本，促进贷款利率进一步下行。

● 动态追踪



中国央行召开会议分析经济金融形势。4月22日，中国央行召开[会议](#)分析研判当前经济金融形势，研究下一步金融工作。会议认为，今年以来我国经济开局总体良好，但是当前经济增长面临的不确定性进一步增加。会议提出，要执行好稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，推动降低综合融资成本，为统筹疫情防控和经济社会发展提供良好的货币金融环境。

中国央行决定下调金融机构外汇存款准备金率。4月25日，中国央行发布[公告](#)称，为提升金融机构外汇资金运用能力，自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

中国央行有关负责人称，将加大稳健货币政策对实体经济的支持力度。4月26日，中国央行有关负责人在[采访](#)中称，已关注到近期金融市场出现一些波动，主要受投资者预期和情绪的影响，并表示中国央行将统筹疫情防控和经济社会发展，支持物流畅通和促进产业链供应链稳定，加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，营造良好的货币金融环境。

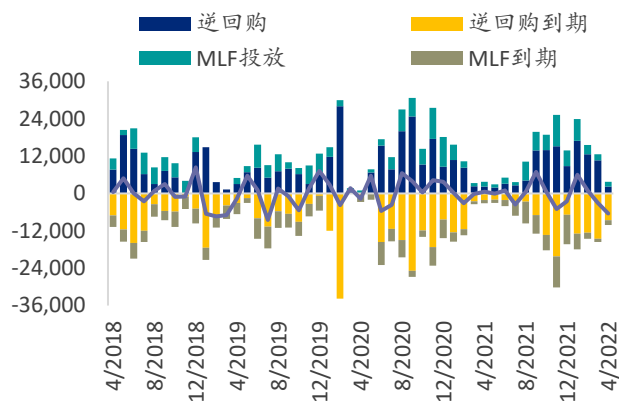
中国央行设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度。4月28日，中国央行发布[公告](#)称，设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。科技创新再贷款额度为2,000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的科技企业贷款本金60%提供资金支持。

中国央行决定开展普惠养老专项再贷款试点。4月29日，中国央行发布[公告](#)称，决定开展普惠养老专项再贷款试点工作，引导金融机构向普惠养老机构提供优惠贷款，降低养老机构融资成本。普惠养老专项再贷款试点额度为400亿元，利率为1.75%，期限1年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的贷款本金等额提供资金支持。

中国央行增加1000亿元专项再贷款额度，支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。5月4日，中国央行发布公告称，增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备，以及煤电企业电煤保供。

中国央行调整差异化住房信贷政策。5月15日，中国央行发布[公告](#)称，调整差异化住房信贷政策，降低首套住房商业性个人住房贷款利率下限，并按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制。

图表 26: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



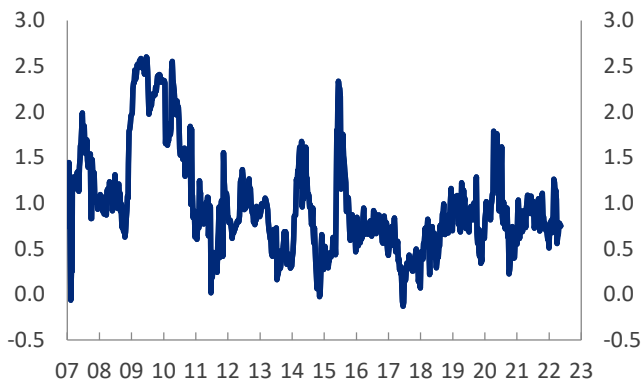
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 27: 中国国债收益率 (%)



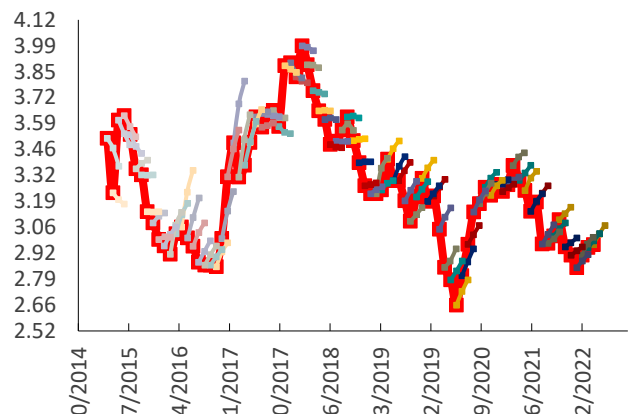
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 28: 中国国债收益率曲线 (10年-3月期)



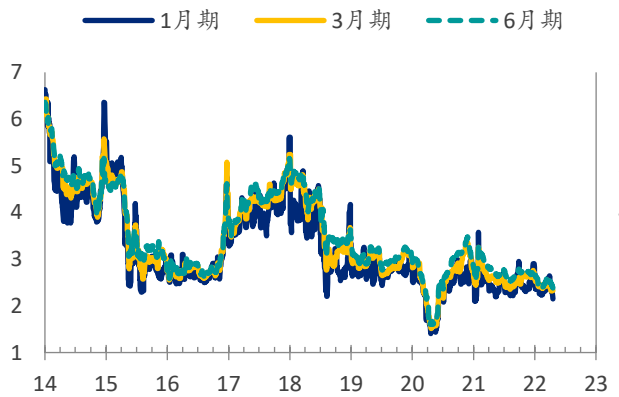
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 29: 中国 10 年期国债远期 (%)



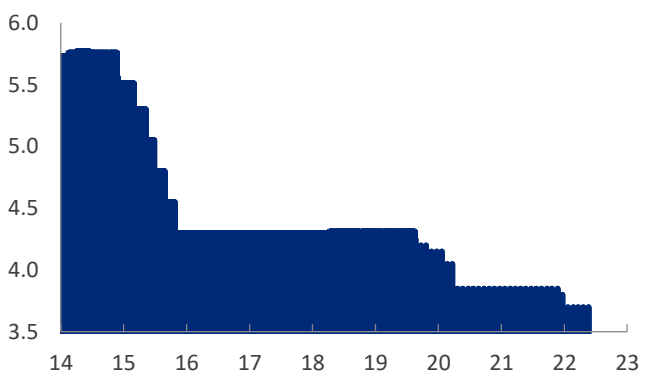
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 30: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



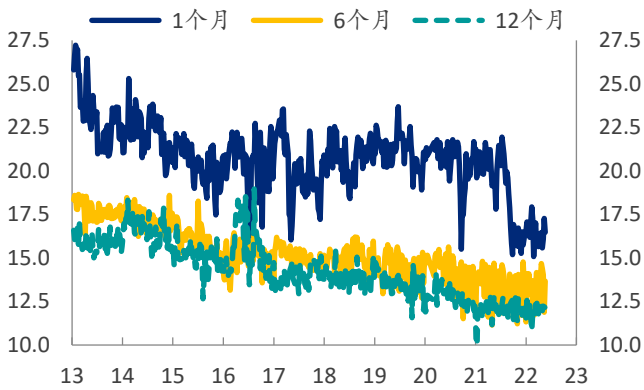
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 31: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 32: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 33: 中美国债利差



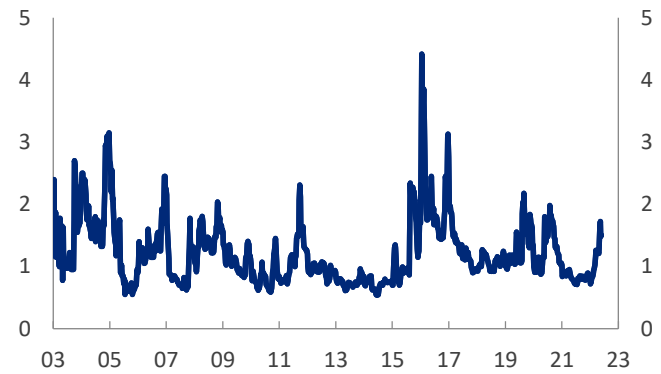
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 34: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



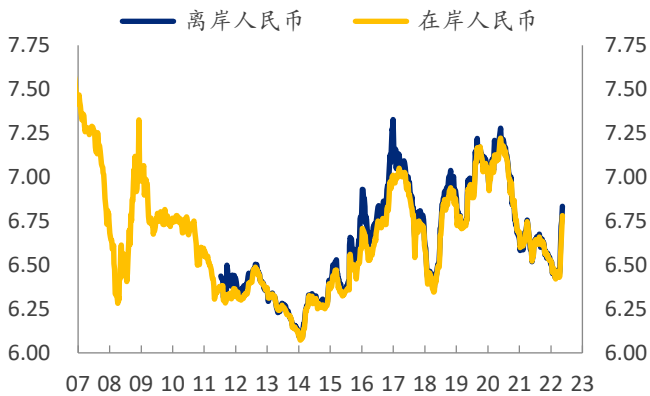
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 35: 1 年期港币隐含波动率 (%)



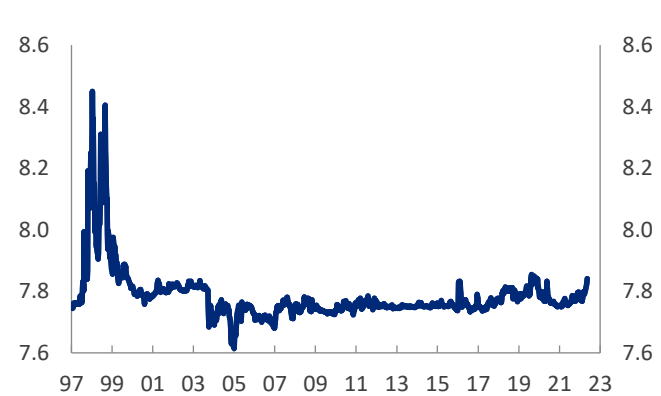
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 36: 人民币一年期远期汇率



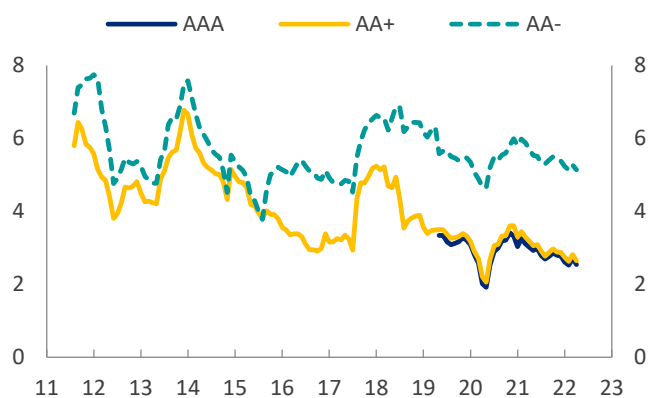
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 37: 港币一年期远期汇率



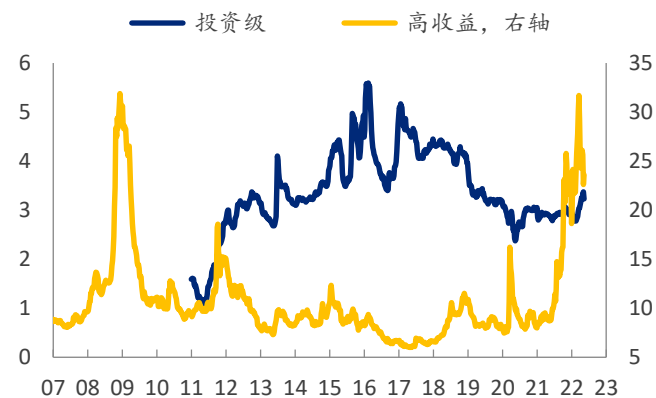
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 38: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 39: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际



欧洲央行：利差扩大、欧元下行，最快可能 7 月加息

● 点评

截至 2022 年 5 月 18 日，欧元区短端利率（3 月期德债）从 3 月底的 -0.73% 上升至 -0.57%，长端利率（10 年期德债）从 3 月底的 0.55 上升至 1.04，收益率曲线从 3 月底的 1.28% 上升至 1.61%。欧元区 AAA 投资级债收益率由 3 月底的 1.14% 上升至 1.72%，欧元区高收益债券（CCC 及以下）收益率由 3 月底的 9.42% 上升至 10.99%。

进入 5 月，欧央行官员的论调相比此前明显偏鹰，尤其是此前偏鸽的多位央行行长都转向表示应该加息。宏观环境来看，全球央行继续紧缩趋势，加剧欧元区与其它国家的利差，欧元持续下行，都带来了加息压力。

- **欧央行行长暗示可能三季度加息。**5 月 11 日拉加德 (Christine Lagarde) 为加息给出了两个时间信息：1) 预计三季度早些时候 (early in the third quarter) 结束资产购买；2) 可能在资产购买结束后数周内 (a few weeks) 开始加息。这是至今欧央行行长对加息给出的最明确的时间暗示。
- **全球央行加速紧缩，欧元下行带来加息压力。**全球主要央行中，美联储已加息 75 个基点，并在 6 月开始缩表；英国、加拿大、澳洲、韩国、北欧各国均开始加息进程，甚至是大幅加息。除日本外，欧央行成为全球主要央行中少数尚未加息且维持负利率的央行。这对欧元造成下行压力，一定程度上会加剧输入型通胀。包括法国央行行长在内的数位欧央行官员都在 5 月的采访中提到这一点，也是促使论调转变的重要原因之一。

然而，欧央行目前面临的经济衰退和通胀高企的两难局面仍然持续：

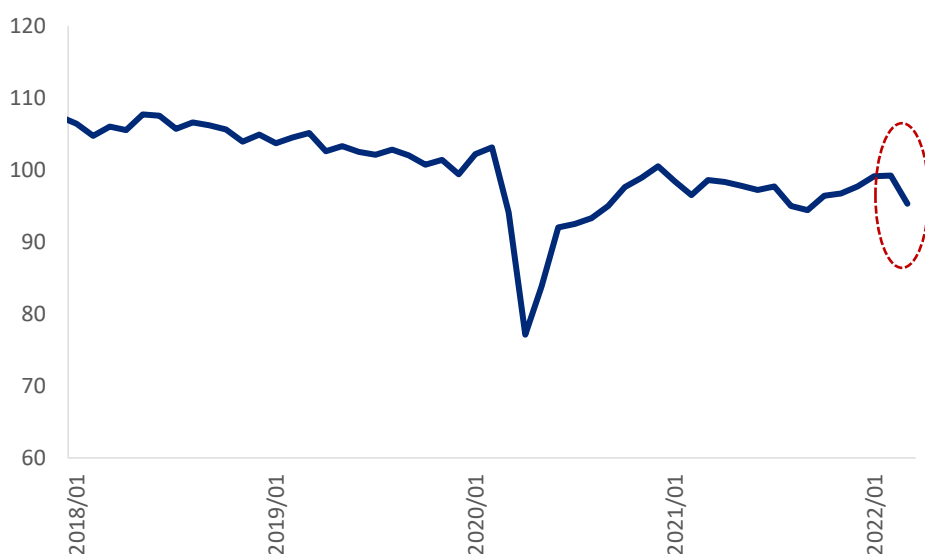
- **欧洲主要经济体经济活动低迷。**5 月 16 日，欧盟委员会大幅下调欧元区 2022 年增长预期，从今年 2 月预测的 4% 下调至 2.7%。以欧洲最大经济体德国来看，最新数据显示，德国 3 月工厂订单环比下降 4.7%，低于市场预期的下降 1.1%，而 3 月德国工业产出环比下降 3.9%。德国政府已将 2022 年的经济增速预期从 3.6% 下调至 2.2%。第二大经济体法国的经济活动同样停滞不前，2022 年一季度 GDP 增速为零。

- **通胀仍保持高位，德国 PPI 再超预期。**欧元区 4 月通胀率为 7.5%，仍然保持高位，与预期持平，高于 3 月的 7.4%。其中，能源仍然是推高通胀的最主要动力，上涨了 38%；而食品价格上涨幅度为 9.2%，涨幅同样显著。4 月欧洲核心 CPI 从 2.9% 上升到 3.5%。此外，2022 年 3 月德国 PPI 同比高达 30.9%，超过预期 28.2%。相对比，美国 4 月 PPI 同比仅为 11.0%，低于 3 月水平。

我们认为欧央行将在三季度开始加息，但加息空间有限：

- 欧央行鸽派官员 5 月的论调令市场基本确定三季度加息，且在通胀过高的背景下欧央行无意制造紧缩不及预期的局面。
- 欧央行有意愿通过加息降低利差、扭转欧元下行的趋势，降低以美元计价的大宗商品价格。
- 欧元区经济受冲击较大，限制了未来加息的空间。欧央行可能加息至零利率以消除负利率，但加息空间整体来看远低于美联储。

图表 40: 2022 年 3 月德国工业产出指数大幅下降



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 41: 欧元兑美元汇率持续下行



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

- 展望未来:

欧央行预计将于 2022 年结束 QE, 最快可能于 7 月宣布加息以消除负利率 (最晚 9 月), 但欧央行的整体加息空间明显低于美联储。

● 动态追踪



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

欧央行理事(偏鹰)称,可能在7月加息以对抗极端通胀。5月3日,施纳贝尔(Isabel Schnabel)在[采访](#)中称,欧央行可能在7月开始加息,以应对极端通胀。她表示,欧央行的主要作用是抵御物价的快速增长,而不是提振经济。她还表示,欧央行将对欧元区核心国家与外围国家之间任何不必要的利差扩大采取行动。

欧央行首席经济学家(偏鸽)称,加息路径比加息时间更重要。5月5日,莱恩(Philip Lane)在[采访](#)中称,欧央行正在准备一系列加息举措,旨在将其基准利率维持在正值水平,但加息的路径比首次加息的确切日期更为重要。

法国央行行长(偏鸽)称,欧央行利率2022年底前升至正值。5月6日,维勒鲁瓦在[采访](#)中称,欧央行应在2022年上调利率至正至。此外,芬兰央行行长雷恩(Olli Rehn, 偏鸽)称,欧央行应迅速采取行动实现零利率,以防止高通胀根深蒂固。

德国央行行长(偏鹰)称,欧央行应在7月加息。5月10日,纳格尔(Joachim Nagel)在[采访](#)中称,欧央行应在6月结束资产购买计划,并在7月提高利率,以阻止通胀过高成为根深蒂固的现象。

欧央行行长预期三季度早些时候结束资产购买,并在一段时间后开始加息。5月11日,拉加德(Christine Lagarde)在[采访](#)中称,她预期三季度早些时候结束资产购买。她表示,结束资产购买到首次加息的间隔可能只是几周时间。

爱尔兰行长(偏鸽)称,欧央行应采取行动对抗通胀。5月12日,马赫卢夫(Gabriel Makhlouf)在[采访](#)中称,当前的通胀率令人担忧,欧央行应尽快采取行动,尽管步伐未必与美联储相同。他表示,预计欧央行将在结束资产购买后不久开始加息,且利率在2023年初达到正值。

斯洛伐克央行行长(偏鹰)称,已准备好7月加息。5月12日,卡兹米尔(Peter Kazimir)在[采访](#)中称,已准备好7月加息,以应对创纪录的通胀。

葡萄牙央行行长(偏鸽)称,应在7月初开始加息。5月13日,森特诺(Mario Centeno)在[采访](#)中称,欧央行应在7月初开始加息周期,并呼吁逐步撤销任何刺激措施。但他表示,货币政策正常化应逐步实现,不应对通胀作出过度反应,也不应冒损害经济增长的风险。

西班牙央行行长(偏鸽)称,可能在三季度初结束资产购买后开始加息。5月14日,德科斯(Pablo Hernandez de Cos)在[采访](#)中称,欧央












行可能在 7 月结束资产购买，并很快开始加息，未来几个季度可能还会进一步加息。

法国央行行长（偏鸽）称，欧元过度疲软可能威胁通胀目标。5 月 16 日，维勒鲁瓦在[采访](#)中称，欧元疲软使得以美元计价的进口商品和大宗商品（如石油）更加昂贵，加剧了价格压力，导致欧元区通胀达到创纪录水平。他表示，至少向中性利率靠拢。

欧央行行长呼吁各国央行多发声。5 月 17 日，路透社[报道](#)，拉加德（Christine Lagarde）在政策会议上给予各国央行行长更大的发言权，并要求首席经济学家莱恩（Philip Lane）和理事施纳贝尔（Isabel Schnabel）减少发言，留出更多时间辩论。

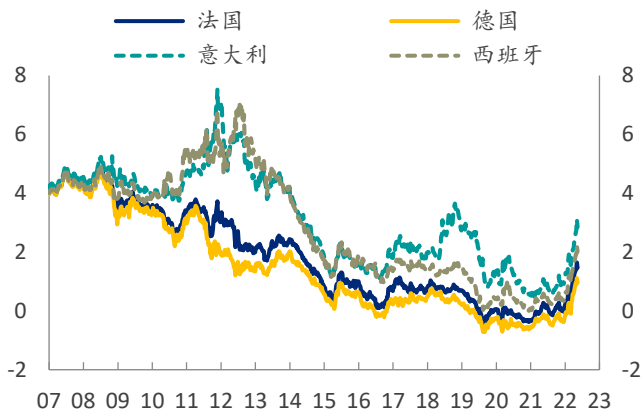
荷兰央行行长（偏鹰）称，可能 7 月加息 50 个基点。5 月 17 日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，欧央行应在 7 月开始加息，如果通胀持续过高，不排除加息 50 个基点。

图表 42: 2022 年 5 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			三季度早些时候结束资产购买, 数周后开始加息		
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行理事		欧元区经济将出现负增长			
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙央行行长			7 月结束资产购买, 并很快开始计息		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席经济学家			欧央行正准备加息, 但加息路径比加息开始时间更重要		
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国央行行长			应加息阻止欧元继续疲软		欧元疲软加剧通胀
马赫卢夫 Gabriel Makhlouf	爱尔兰央行行长			资产购买结束后尽快加息, 步伐未必与美联储相同		
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙央行行长			7 月开始加息, 但货币政策正常化应逐步实现		
雷恩 Olli Rehn	芬兰央行行长			应尽快实现零利率		
卡兹米尔 Peter Kazimir	斯洛伐克央行行长			已准备好 7 月加息		当前通胀水平是创纪录的
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行理事			可能在 7 月加息		提振经济不是欧央行的主要作用
纳格尔 Joachim Nagel	德国央行行长			应在 6 月结束资产购买, 7 月开始加息		
克诺特 Klaas Knot	荷兰央行行长			应在 7 月开始加息, 可能加息 50 个基点		

注: =偏鸽 =偏鹰 资料来源: 浦银国际

图表 43: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 44: 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 45: 美德 10 年期国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



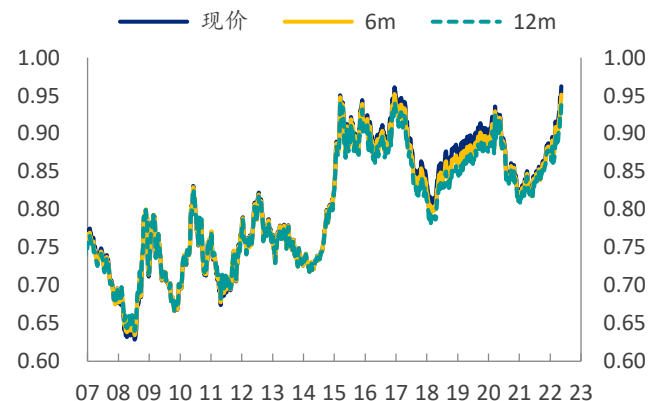
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 47: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 48: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：货币政策正常化进程有所加快

● 点评

各国央行的货币政策正常化进程持续，并有加快的迹象。包括新西兰、瑞典等国的通胀率都上升到 30 年来最高，多位央行行长表示后续会持续加息，甚至提高加息幅度。日本通胀也在上升，但日本央行仍然维持其宽松政策，并表示原材料推动的通胀是暂时的。

- **英国央行将政策利率上调 25 个基点至 1%。**英国央行在公告中表示，俄乌战争和中国疫情加剧供应链中断，推高全球通胀压力，这导致英国经济增长前景严重恶化。公告称，随着货币政策进一步紧缩，长期通胀预期将稳定在 2% 的目标，通胀上行压力预计将随着时间的推移而消散。央行预计，全球商品价格不会进一步上涨，供应瓶颈将逐渐缓解，未来需求减弱和供应过剩将使通胀压力减弱。
- **日本央行维持利率不变。**在 4 月货币政策会议上，日本央行维持 -0.1% 的利率不变。在最新的季度预测中，日本央行预计 2022 财年核心通胀率将达到 1.9%，2023 和 2024 财年放缓至 1.1%，表明日本央行认为成本推动的通胀是暂时的。5 月 16 日，日本央行公布的 4 月国内企业物价指数同比上升 10%，创下有可比数据的 1981 年以来的最大升幅并首次达到两位数。同时该指数连续 14 个月同比上升，升幅也持续保持高位。而日本央行行长表示，原材料推动的通胀是暂时的。
- **澳洲央行宣布加息 25 个基点至 0.35%。**澳洲央行发布公告称，澳洲经济具有韧性，且通胀上升至高于预期的水平，工资增长加速，因此开始货币政策正常化是合适的。澳洲近期的失业率下降至 4%，且澳洲央行预计 2023 年失业率将下降至 3.5%，是 50 年来最低的失业率水平。
- **新西兰央行通胀升至 30 年来最高，但低于预期。**新西兰央行一季度 CPI 同比上涨 6.9%，达到过去 30 年来最高水平，但低于预期 7.1%。新西兰统计数据显示，食品、汽油、建筑和住房价格不断上涨。新西兰央行表示，需要进一步加息。
- **挪威央行维持政策利率 0.75% 不变。**挪威央行在公告中称决定维持 0.75% 的政策利率不变，但同时央行委员会指出，俄乌战争对经济的影响存在巨大不确定性，通胀有进一步加速的风险。如果通胀高企，加息速度将比 3 月预测的水平更快。



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

- **展望未来：**

通胀将在较长一段时间成为各央行制定政策的决定性因素，供应端引发的通胀过高已经影响到各个国家。当前大宗商品价格处在高点，地缘政治冲突尚未缓和，且受到美联储持续加息的影响，各国央行处在最紧缩的时候。伴随着美联储加息节奏边际放缓，各国央行的紧缩进程预计将一定程度趋缓。

● 动态追踪

● 英国央行

英国央行再次加息 25 个基点。5 月 5 日，英国央行发布[货币政策公告](#)称，决定将政策利率提高 25 个基点至 1%，以抑制通胀加速上升。

英国央行首席经济学家称，必须接受通胀对薪资的冲击。5 月 6 日，皮尔（Huw Pill）在[采访](#)中称，由于通胀过高，英国民众和企业应接受实际收入缩水的现实，且难以在短时间内收回因物价上涨带来的损失。他表示，未来 18 个月内实际收入的缩水将非常严重，反映出经济受到非常大的冲击。

英国央行行长驳斥对遏制通胀不力的批评。5 月 16 日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中称，英国央行正在面临历史性考验，但央行无法预见俄乌战争以及中国的疫情影响。本月早些时候英国央行表示 2022 年通胀率将达到 10%，并可能陷入衰退。

● 日本央行

日本央行行长称，需继续其宽松的货币政策。4 月 23 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，日本和美国的经济状况存在很大差异，日本央行需要继续推行当前的货币宽松政策。他表示，日本的通胀只是源于原材料价格飙升，缺乏可持续性。他还表示，日本的经济和劳动力市场复苏仍然缓慢，由于日本资源匮乏，更容易受到原材料成本上升的影响。

日本央行维持宽松政策不变。4 月 28 日，日本央行发布[公告](#)称，维持-0.1%的利率不变，并承诺将 10 年期国债收益率维持在 0%左右。为实现 2%的通胀目标，日本央行将维持资产购买的宽松计划。

● 加拿大央行

加拿大央行行长称，将考虑再次加息 50 个基点。4 月 25 日，马克勒姆（Tiff Macklem）在[采访](#)中称，由于通胀过高，在下次政策决定中考虑再次加息 50 个基点。他重申，过高的通胀将维持比预期更长的时间。

● 澳洲央行

澳洲央行加息 25 个基点。5 月 3 日，澳洲央行发布[公告](#)称，决定将现金利率提高 25 个基点至 0.35%。



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



澳洲央行行长称，未来几个月将进一步加息。5月3日，洛伊（Philip Lowe）在[采访](#)中称，澳洲央行将采取必要措施确保澳洲通胀回到目标水平，并预计未来几个月将进一步加息。

- 新西兰央行

新西兰央行行长称，新西兰金融体系稳健。5月4日，奥尔（Adrian Orr）在采访称，全球疫情和战争的结合是一个重大挑战，但新西兰金融体系能够承受一系列潜在后果。他还表示，新西兰银行系统资金充足，在经济低迷时能够维持贷款

- 挪威央行

挪威央行维持政策利率 0.75% 不变。5月5日，挪威央行发布[公告](#)称，将维持政策利率 0.75% 不变。

- 瑞典央行

瑞典央行加息 25 个基点。4月28日，瑞典央行发布[公告](#)称，将政策利率从 0% 提高至 0.25%，以遏制近 30 年来的最高通胀。

- 韩国央行

韩国央行行长称，未来可能大幅加息。5月16日，李昌镛（Rhee Chang-yong）在[采访](#)中称，会考虑更大幅度的加息，具体举措取决于后续公布的数据。



BANK OF JAPAN

RESERVE BANK OF AUSTRALIA



图表 49: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 50: 美日 10 年期国债利差



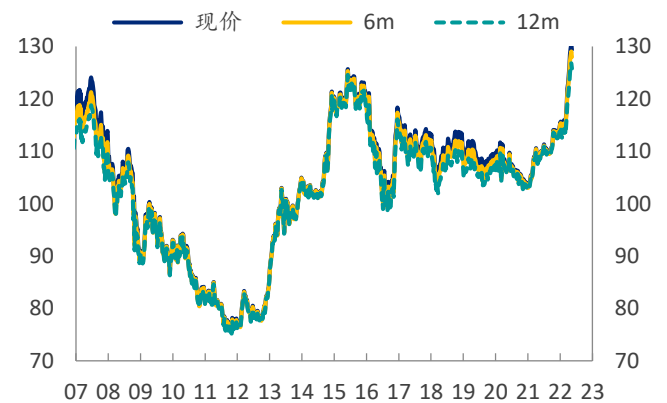
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 51: 1 年期日元隐含波动率 (%)



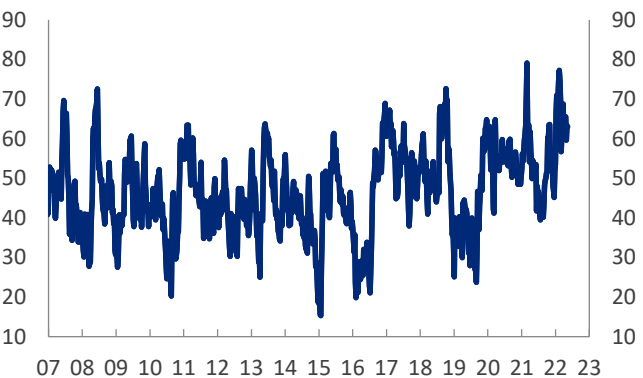
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 52: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 53: 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

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

