浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

日益临近的 QE 缩减——SPDBI 全球央行观察

- **美联储：**由于美联储已经某种程度上对“通胀“脱敏，美联储的决策函数实质已直接挂钩就业。7 月远超市场预期的非农就业数据创近 1 年来的新高，7 月美国失业率进一步降至 5.4%，仅比疫情前高出不到 2 个百分点，这意味着美联储已经具备了开展 QE 缩减的基础。8 月参议院通过规模超过 1 万亿美元的基建法案，这也将一定程度上缓解美联储对于疫情变异的担忧。我们维持先前预测的基准场景，**即美联储最早于 9 月宣布 QE 缩减**。2021 年 8 月下旬举行的 Jackson Hole 全球央行年会，鲍威尔很可能借此时机进一步就 QE 缩减问题与市场进行沟通，值得高度关注。

- **中国人民银行：**我们可从财政视角去把握下半年的货币政策，由于土拍政策相关的地产政策加码，这可能会直接影响到地方财政的收入端，而上半年的地方债发行节奏明显滞后，下半年大概率将提速，央行很可能将边际宽松以维持地方债平稳发行，二季度货币政策执行报告提及“搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性”，从口径上来看也有边际放宽。

- **欧洲央行：在** 7 月欧央行调整中期通胀目标为“2%的对称目标”后，7 月欧元区通胀自 2018 年后再度重回 2%以上，未明确通胀超调的明确定义虽然在操作上留足了空间，但也可能加剧欧央行鹰鸽双方的分歧。我们预计欧央行短期内尚不会缩减 PEPP，因为欧洲经济整体弱于美国经济，德尔塔病毒的具体影响仍然有待观察，预计欧央行会等待美联储行动后方才开展进一步行动。

- **其他央行：**虽然美联储尚未宣布缩减 QE，但多国央行已先后开启 QE 缩减进程，加拿大央行自 4 月首次进行 QE 缩减后，7 月进一步缩减 QE 规模，澳大利亚央行宣布将从 9 月开始缩减 QE 规模，而新西兰央行则在 7 月停止 QE。

2021 年 8 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 8 月 17 日

相关报告：

《万亿资金下的中国股市板块配置测算——见微知著》(2021-8-2)

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

《美联储 QE 缩减仍存分歧，中国央行全面降准——SPDBI 全球央行观察（2021 年 7 月刊）》(2021-07-16)

《2021 年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》(2021-06-07)

《见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险》(2021-07-09)

《不一样的周期？——股市周期分析框架系列报告二》(2021-4-9)

《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》(2020-08-28)

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

全球总览：缩减 QE 日趋临近 3

美联储：宣布 QE 缩减日趋临近 6

点评 6

动态追踪 7

中国人民银行：下半年地方发债或将提速，需货币政策边际宽松予以配合 14

点评 14

动态追踪 16

欧洲央行：通胀超 2%可能加剧鹰鸽分歧 20

点评 20

动态追踪 21

其他央行：陆续开展 QE 缩减 26

点评 26

动态追踪 27

日益临近的 QE 缩减
——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：缩减 QE 日趋临近

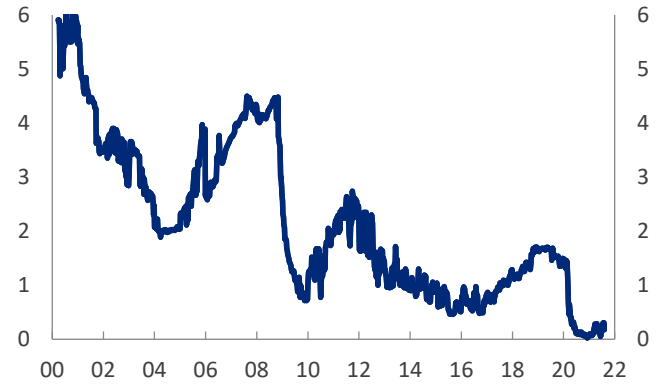
2021 年 7 月：

- **无央行降息，10 家央行加息：**初步统计，没有央行进行降息（6 月有 3 家央行降息）；有 10 家（安哥拉、智利、白俄罗斯、乌克兰、俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、匈牙利、塔吉克斯坦和摩尔多瓦）央行进行加息（6 月有 6 家央行加息）。

- **7 月全球资本市场分化：**7 月全球股市继续分化，MSCI 发达国家指数上涨 1.7%，MSCI 新兴市场指数则下跌 7.0%；7 月，美国、英国、欧元区、日本的国债收益率出现不同程度回落；在岸与离岸美元的流动性稳定，海外央行美元互换需求回落约 0.9 亿美元。

- **7 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 8 月 3 日，美联储资产负债表总规模较 6 月略有上涨，达 8.24 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（%）



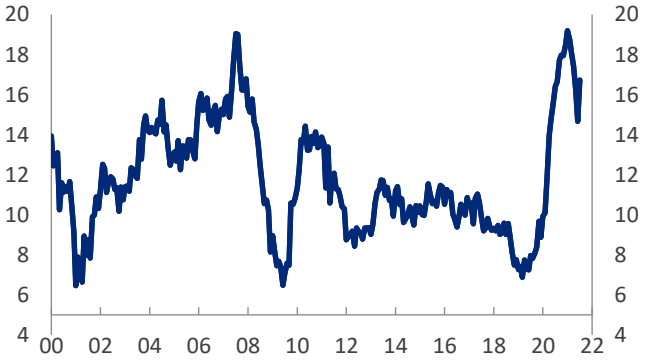
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数（%）



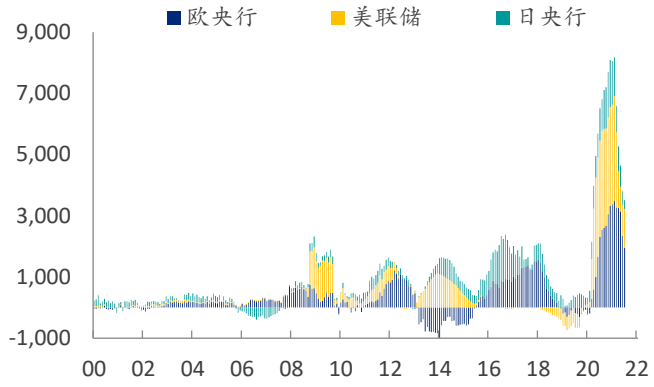
资料来源：Macrobond，浦银国际

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：宣布 QE 缩减日趋临近



- **点评**

7 月，美债短端利率（3 月期）维持在 0.05%的水平；长端利率回落，10 年期美债收益率从 6 月末的 1.45%降至 8 月 11 日的 1.34%。截至 8 月 11 日，高收益债收益率小幅反弹至 4.71%的水平，投资级维持 2.10%的水平。美元指数持续回升，8 月 11 日已升至 92.92 的水平。

观察美联储官员近期发言，虽然鹰派、鸽派观点不一，但都呈现了一个明显的特征，那就是对于通胀的敏感度明显降低，评论中没有太多着墨于通胀，而是大量提及就业市场。我们在先前几期的分析中，就强调了美联储的决策函数中，实质上已经将绝大部分权重分配至“就业”，间接降低了“通胀”的权重，也就是说，最近几个月就业数据的好坏直接将影响到美联储宣布 QE 缩减的时点。

而 8 月 7 日公布的美国 7 月非农数据非常亮眼，7 月非农就业新增 94.3 万，远超市场预期，7 月非农创数据 2020 年 8 月以来最高水平，7 月的美国失业率也从 6 月的 5.9%降至 5.4%，相比疫情冲击后 2020 年 4 月失业率最高飙升至 14.8%，失业率一路下降。疫情暴发前的 2020 年 1 月美国失业率为 3.5%，7 月的失业率 5.4%仅比当时高出不到 2 个百分点，已经具备了开展 QE 缩减的基础。

随着 7 月亮眼的就业数据出炉，再加上居高不下的通胀数据，美联储很可能再也无法回避 QE 缩减的问题。就在 8 月，财政端也有重大突破，美国参议院通过价值高达 1 万亿美元的基建法案，之后只要在众议院通过，经过拜登签字确认就可以正式实施。万亿美元的基建法案取得重大突破，也将一定程度上减缓美联储对于德尔塔疫情反弹下就业可持续性的担忧。

- **展望未来：**

我们仍维持我们先前预测的基准场景，即美联储最早于 9 月宣布 QE 缩减。2021 年 8 月下旬将举行的杰克逊霍尔（Jackson Hole）全球央行年会是进一步了解美联储 QE 缩减计划的重要时间窗口，鲍威尔很可能借此时机进一步就 QE 缩减问题向市场进行沟通，值得高度关注。

● 动态追踪



旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，2022 年底美国就业市场或将恢复至疫情前水平。7 月 2 日，戴利（Mary Daly）在采访中称，以过去三个月就业的平均增速来看，美国就业市场或将于 2022 年底恢复至疫情前的水平。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，已临近缩减 QE 的时机。7 月 7 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在演讲中称，目前已临近缩减 QE 的时机，但是暂无缩减的准确时点，且缩减 QE 需逐步进行。

彭博社：美联储将面临人事构成变动，现任主席（有投票权）或将留任。7 月 8 日，彭博社报道称，由于目前没有明确的候选人取代鲍威尔（Jerome Powell），因此他可能在 2022 年 2 月任期结束时留任美联储主席一职。此外，美联储理事夸尔斯（Randal Quarles，有投票权，中间派）和副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权，偏鸽）的任期也将分别于今年 10 月和明年 1 月到期。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，加息应在资产购买结束之后。7 月 9 日，戴利（Mary Daly）在采访中称，新冠变种病毒的扩散和部分地区较低的疫苗接种率对全球经济复苏构成了威胁，但是美联储有足够信心达成双重目标。她还表示，美联储应在资产购买彻底结束后再进行加息。

美联储：原材料短缺和招工困难阻碍经济复苏。7 月 9 日，美联储发布半年度货币政策报告称，原材料短缺和招工困难阻碍了美国经济的复苏进程，并导致了暂时性的通胀回升。报告称，目前物价上涨速度快于预期，但是供应链等推升通胀的因素将随时间逐渐消退。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，预计 2022 年将首次加息。7 月 13 日，布拉德（James Bullard）在采访中称，目前可以开始缩减 QE，并预计 2022 年将首次加息。他表示，控制通胀是一项挑战，价格回升的压力可能持续至 2022 年。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，讨论加息为时过早。7 月 13 日，戴利（Mary Daly）在采访中称，预计美联储将在 2021 年底或 2022 年初缩减 QE。她表达了对新冠变种病毒的担忧，也表示现在可以开始讨论缩减，但讨论加息还为时过早。

美联储：经济复苏强劲。7 月 14 日，美联储发布最新的褐皮书称，美国经济从 5 月底至 7 月初走强，增速从温和走向强劲。报告称，四分之三的地区就业率稍有增加，其余地区就业率增长强劲。但报告指出，供应端出现中断的现象更加普遍，许多人士对供应限制的缓解持不确定或悲观态度。



美联储主席（有投票权）重申通胀回升是受短期因素影响。7 月 14 日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲中称，未来几个月通胀率仍可能居高不下，经济复苏取得实质性进展仍需较长时间。他表示，近期价格回升的压力会得到解决，如果通胀或长期通胀预期的走势超出了目标，美联储将采取行动。

美联储主席（有投票权）称，将为美国经济提供“强有力的支撑”。7 月 14 日，鲍威尔（Jerome Powell）在采访中称，近期物价上涨与疫情后重新开放有关，通胀将逐步回落。他表示，目前仍有 750 万个就业岗位流失，美联储应致力于提升就业。

芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）称，预计今年年底开始缩减 QE。7 月 15 日，埃文斯（Charles Evans）在采访中称，希望美联储在劳动力市场进一步复苏后再减少货币政策支持。他表示，预计今年年底开始缩减 QE。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，经济重新适应开放后，价格将回归正常。7 月 17 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在采访中称，目前美国许多行业面临价格快速上涨。随着疫情封锁解除，美国经济正逐步复苏，待经济重新适应开放后，价格将回归正常。

美联储：政策未明显改变，经济复苏取得一定进展。7 月 28 日，美联储 6 月 FOMC 会议决定，维持货币政策不变，并表示通胀上调是暂时性的，将重点行业的经济状况从“仍然疲软”改为“有所改善但尚未完全恢复”。文件还显示，经济在实现双重目标方面取得了进展，但还是会持续评估经济状况。

美联储主席（有投票权）称，尚未决定是否撤销货币政策支持。7 月 28 日，鲍威尔（Jerome Powell）在采访中称，尽管新增感染人数有所上升，但经济仍在走向复苏，关于是否取消货币政策支持仍在讨论中。此外，他淡化了新冠变种病毒对经济复苏的威胁。

美联储新设货币政策工具。7 月 28 日，美联储发布声明称，设立两个常设回购机制，分别为针对国内的常设回购工具（SRF）和针对国外和国际货币当局的回购工具（FIMArepo），以此缓解货币市场压力。

路透社：美联储或于杰克逊霍尔会议发布缩减 QE 计划。7 月 30 日，路透社援引消息人士的话称，美联储或将在 8 月 26 日的杰克逊霍尔会议宣布缩减 QE 的计划，并在 9 月 FOMC 会议上给出具体安排。



圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，应在秋季开始缩减 QE。7 月 30 日，布拉德（James Bullard）在采访中称，美联储应在秋季开始缩减每月 1,200 亿美元的购债规模，并在明年初完成缩减。他还表示，美联储在必要时可加息。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，新冠变种病毒可能放缓就业市场复苏。8 月 1 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在采访中称，新冠变种病毒可能拖慢美国部分劳动力市场的复苏进程。他还表示，目前的通胀回升是暂时性的。

美联储理事（有投票权，中间派）称，应尽快开始缩减 QE。8 月 2 日，沃勒（Christopher Waller）在采访中称，如果未来两个月就业岗位从 80 万增加至 100 万，那么美联储可能在今年 10 月开始缩减 QE，以便在政策需要时，为 2022 年加息留出空间。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储应结束疫情期间的货币政策支持。8 月 3 日，布拉德（James Bullard）在采访中称，目前美国经济增速加快、生产率提高，但与此同时利率和通胀出现回升。他认为，美联储应结束疫情期间的货币政策支持。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称，仍有近 1,000 万人处于失业状态。8 月 3 日，戴利（Mary Daly）在采访中称，尽管美国雇主面临招工困难，但目前仍有近 1,000 万人处于失业状态，许多人未返回就业市场。她表示，随着经济进一步复苏，大多数人将重返劳动力市场。

美联储理事（有投票权，中间派）称，劳动力市场尚未恢复。8 月 3 日，鲍曼（Michelle Bowman）在采访中称，劳动力市场尚未恢复至疫情前的水平，经济复苏需要更多的货币政策支持。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称，预计在 2023 年开始加息。8 月 4 日，克拉里达（Richard Clarida）在采访中称，劳动力市场将在 2022 年底达到充分就业。尽管美联储尚未考虑加息，但基于目前情况，2023 年开始货币政策正常化将完全符合新的平均通胀目标框架。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，应尽快开始缩减 QE。8 月 4 日，布拉德（James Bullard）在采访中称，通胀持续时间可能比预期的更长，希望尽快开始缩减 QE，并预计在 1Q22 结束资产购买。

达拉斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，应尽快开始缩减 QE。8 月 4 日，卡普兰（Robert Kaplan）在采访中称，希望尽快开始缩减 QE，但缩减需逐步进行，以便在加息时有更大的灵活性。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，新冠变种病毒扩散可能影响缩减 QE 的进程。8 月 5 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在采访中称，虽然目前的强劲就业说明可以开始缩减 QE，但新冠变种病毒的扩散可能放缓经济复苏进程，并影响关于缩减 QE 的讨论。

图表 9: 2021 年 7 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	◉			尚未决定是否撤销货币政策支持		通胀回升受短期因素影响
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席		鸽	新冠变种病毒可能放缓就业市场复苏	新冠变种病毒扩散可能影响缩减 QE 的进程		经济重新适应开放后，价格将回归正常
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	◉	鸽	2022 年底就业市场将恢复至疫情前水平	加息应在资产购买结束之后；讨论加息为时过早		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	◉	鸽		预计在 2023 年开始加息		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	◉	鸽		预计今年年底开始缩减 QE		
鲍曼 Michelle Bowman	美联储理事	◉	中间派	劳动力市场尚未恢复			
沃勒 Christopher Waller	美联储理事	◉	中间派		应尽快开始缩减 QE		
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	◉	鹰		已临近缩减 QE		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席		鹰		预计 2022 年将首次加息；应在秋季开始缩减 QE；美联储应结束疫情期间的货币政策支持；应尽快开始缩减 QE		
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席		鹰		应尽快开始缩减 QE		

注：◉=有投票权 鸽=偏鸽 鹰=偏鹰

资料来源：浦银国际

图表 10: 美国国债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 11: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



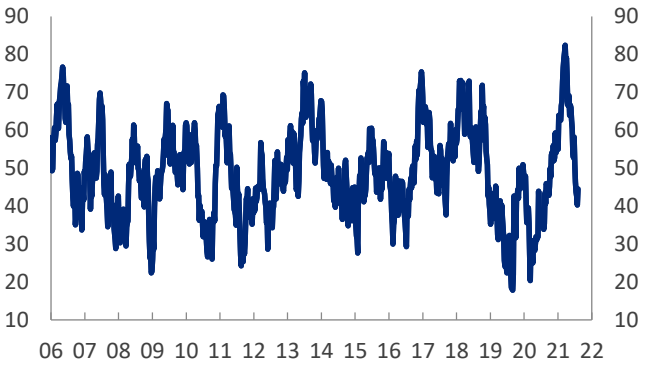
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 12: 10 年期美债投机性净多头



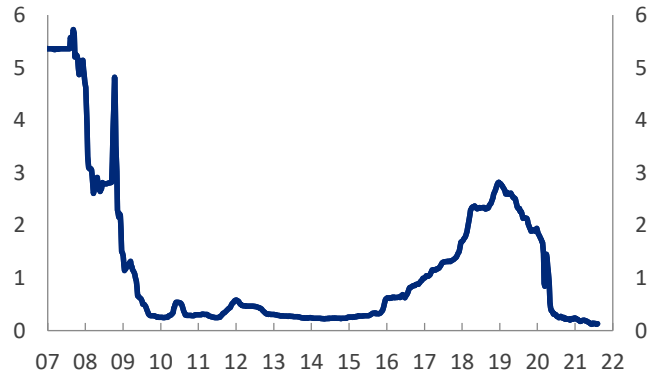
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 13: 10 年期美债收益率 14 天 RSI



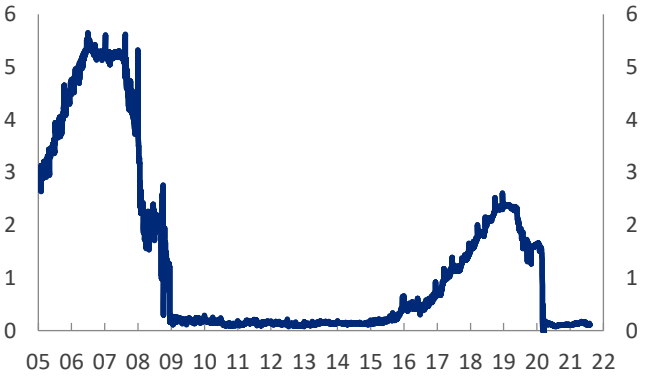
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR（%）



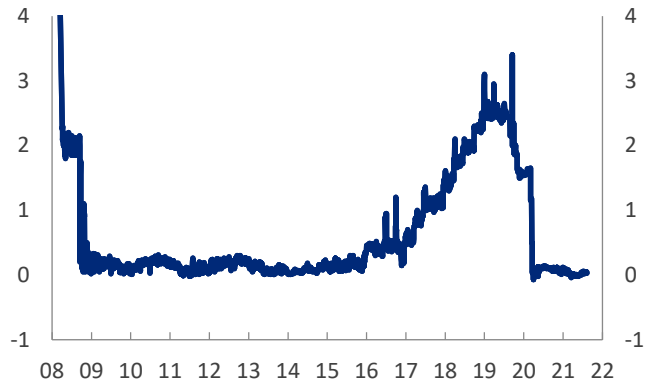
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率（%）



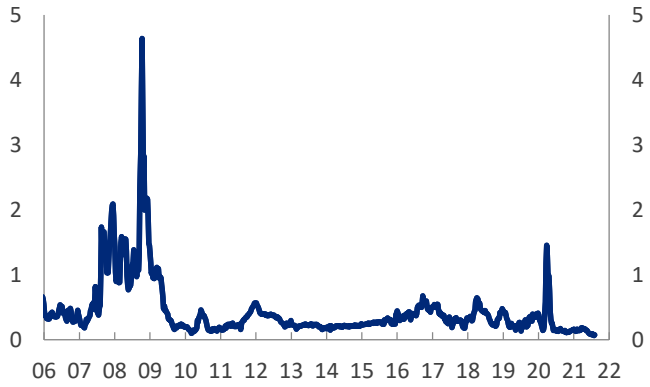
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 16：美国隔夜回购利率（%）



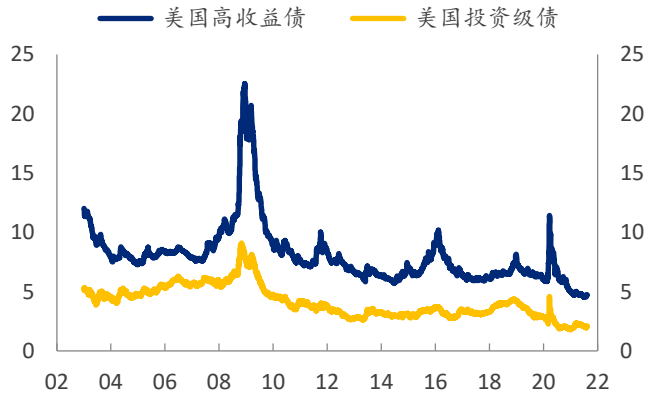
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 17：泰德利差（%）



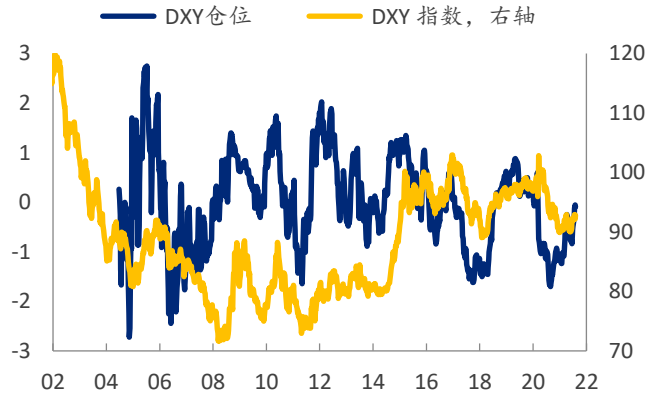
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 18：美国公司债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 19：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：下半年地方发债或将提速，需货币政策边际宽松予以配合

中国人民银行 THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

- **点评**

截至 8 月 11 日，短端利率（3 月期国债）下降 16.5bps 至 2.05%的水平，长端利率（10 年期国债）由 3.13%回落至 2.90%。中国央行 7 月续作 1,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 4,000 亿元，净回笼资金 3,000 亿元；通过公开市场逆回购，7 月净回笼资金 600 亿元。

我们对于下半年货币政策的把握还需要站在地方财政的角度去理解。

2021 年 7 月，据报道，被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企，已被监管部门要求买地金额不得超年度销售额 40%。8 月自然资源部则对部分集中供地试点城市做出新部署，其中要求“单宗地溢价率不得超过 15%，绝不允许通过提高起拍价格调整溢价率，否则将严肃公开处理，严控城市楼面地价新高”。地产政策的进一步加码将直接影响地方财政的收入端，尤其是部分严重依赖卖地收入的地方财政。在此情况下，地方债的发行料将在下半年提速。

2021 年上半年地方债发行进度、节奏都大幅滞后，1-7 月新增地方债发行规模约 1.88 万亿，相比两会中的 2021 年新增地方债 4.47 万亿元的规模，只占约 42.1%。其中新增专项债仅完成全年约 30%的份额，大幅滞后。上半年地方债发行不论是平均期限、笔数、发行规模都出现了明显回落。就完成全年发债目标的考虑下，下半年的地方债发行节奏也应有回升。7 月的政治局会议也表示“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。

地方政府下半年发债提速带来地方债供应增加，这将一定程度上对利率构成上行压力，央行有意愿推动流动性边际放宽以对冲利率的上行压力，以维持地方债平稳发行。

8 月出炉的央行二季度货币政策执行报告也显示，二季度的报告相比一季度整体的基调有所松动，强调“搞好跨周期政策设计”，与此同时，还在美国 QE 缩减日趋临近之际提出“增强宏观政策自主性”，其实也暗示了边际的宽松或将出现。

图表 20: 2021 年一季度和二季度央行货币政策执行报告对比

	2021 年一季度	2021 年二季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间**，处理好恢复经济和防范风险的关系。	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**。
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，**搞好跨周期设计**，管好货币总闸门，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，**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	健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，**优化存款利率监管**，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，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。

资料来源：中国人民银行，浦银国际

- **展望未来：**

在全球央行开始货币政策正常化的背景下，中国央行不仅面临今明两年宏观政策衔接，还要应对国内外流动性扰动对经济的影响。整体来看，下半年货币政策有望边际放宽。

● 动态追踪

中国央行货币政策委员称，中国 4Q21 的经济增速将放缓至 5.0-6.0%。7 月 12 日，王一鸣在采访中称，中国经济增速可能放缓：预计 GDP 增速在 3Q21 将略高于 6.0%、4Q21 将维持在 5.0-6.0%之间。他表示，央行下调存款准备金是例行的流动性操作，不代表货币政策的变化。

中国央行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》。7 月 16 日，中国央行发布文件称，目前法定数字货币的研发试验已基本完成顶层设计、功能研发、系统调试等工作，正在选择部分有代表性的地区开展试点测试。

中国央行副行长称，数字货币试点有序推进，不预设推出时间表。7 月 16 日，范一飞在采访中称，正有序推进数字人民币试点，试点测试规模有序扩大，应用领域逐步拓展，但不预设推出时间表。

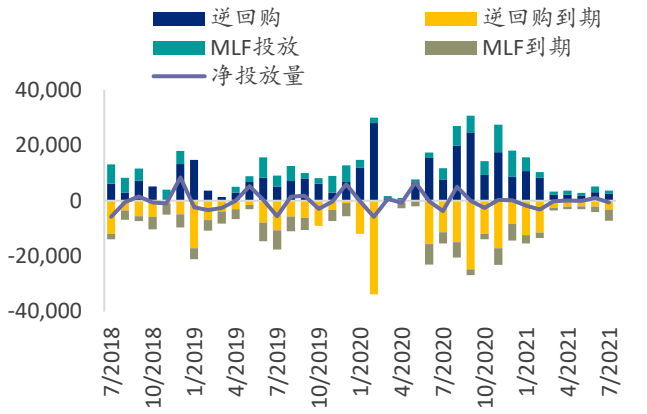
中国央行召开 2021 年下半年工作会议。7 月 30 日，中国央行召开会议称，坚持稳字当头，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；整体协同、加快完善绿色金融体系；切实防范化解重大金融风险；持续加强宏观审慎管理；进一步有序推进金融开放；深化重点领域金融改革。

中国央行发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》。8 月 6 日，中国央行发布公告称，对信用评级机构提出了明确要求，同时强调优化评级生态，严格监督管理信用评级机构，发挥信用评级在风险揭示和风险定价等方面的作用，支持债券市场健康发展。

中国央行发布二季度货币政策执行报告。8 月 9 日，中国央行发布报告称，下一阶段将统筹今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强货币政策的前瞻性、有效性，坚决不搞“大水漫灌”，继续聚焦支持实体经济。

中国央行试点取消部分债务融资工具信用评级要求。8 月 11 日，中国央行发布公告称，试点取消非金融企业发行债务融资工具发行环节信用评级的要求，暂时停止适用《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第九条的规定，以推动信用评级行业市场化改革。

图表 21：中国央行公开市场操作与到期（亿元）



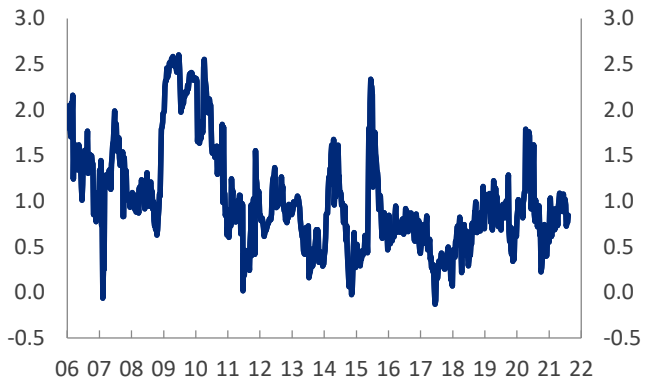
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 22：中国国债收益率（%）



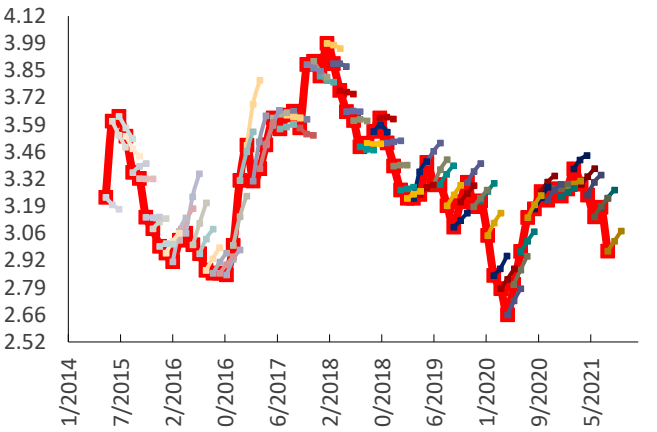
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 23：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 24：中国 10 年期国债远期（%）



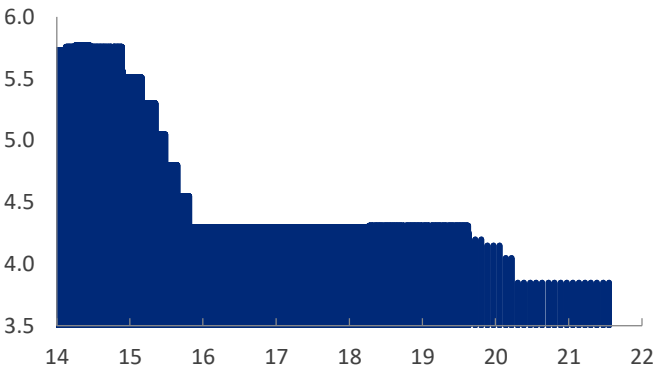
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25：AAA 级同业存单到期收益率（%）



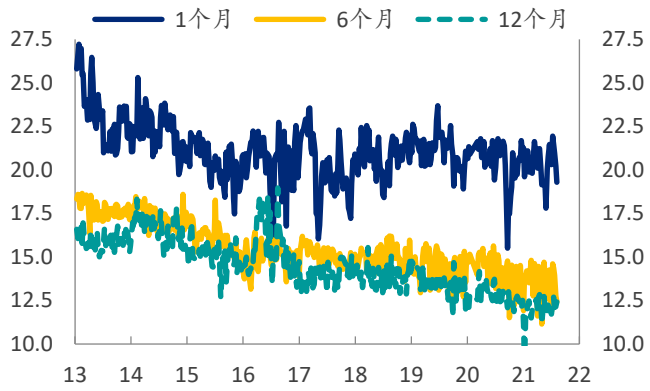
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 26：1 年期 LPR 利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 27：温州民间融资综合利率（%）



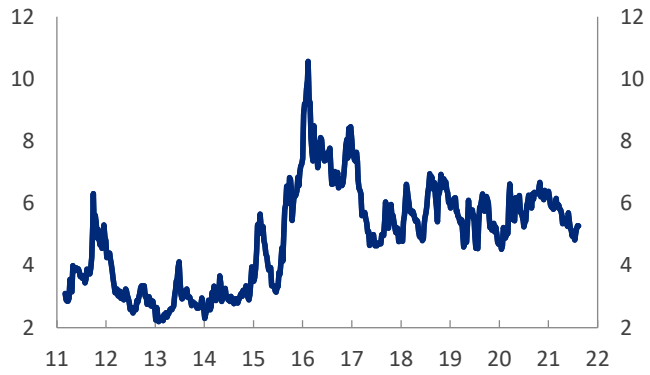
资料来源：Wind，浦银国际

图表 28：中美国债利差



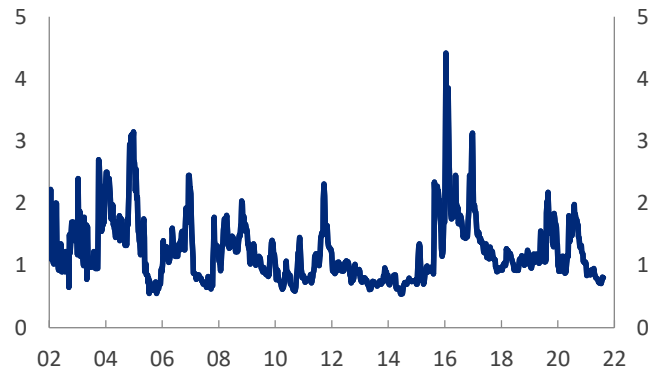
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 29：1 年期人民币隐含波动率（%）



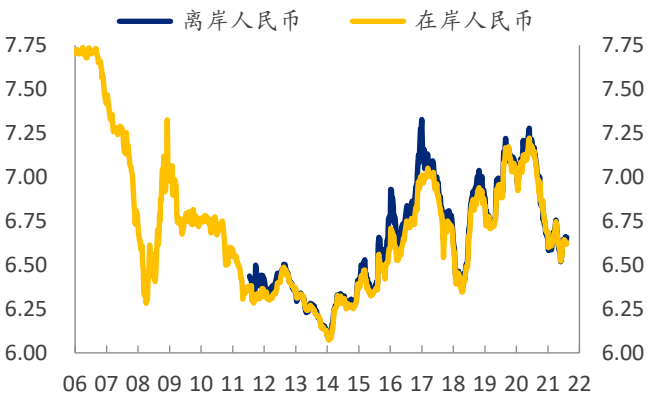
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 30：1 年期港币隐含波动率（%）



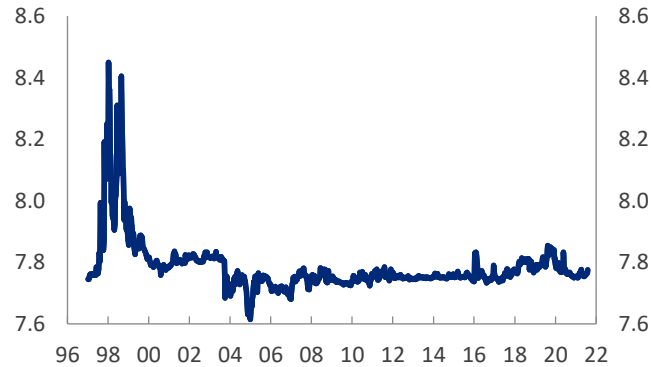
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 31：人民币一年期远期汇率



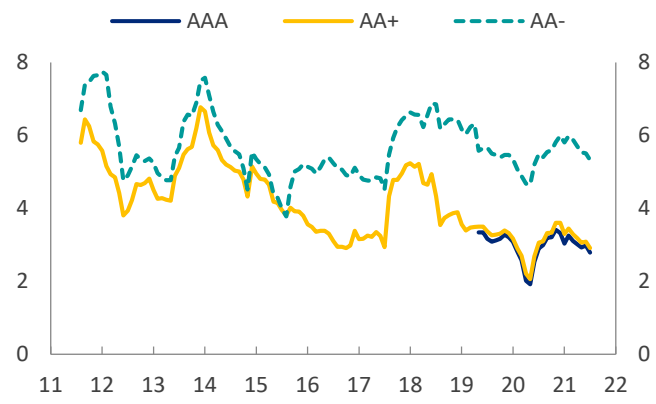
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 32：港币一年期远期汇率



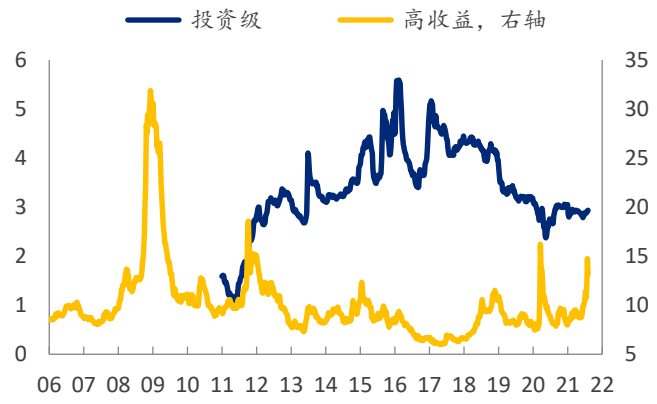
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 33：中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 34：中资美元债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

欧洲央行：通胀超 2%可能加剧鹰鸽分歧

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

7 月，欧元区短端利率（3 月期德债）维持在-0.66%的水平，长端利率（10 年期德债）下降 25.1bps 至 8 月 11 日的-0.46%，收益率曲线从 6 月末的 0.44%下降至 8 月 11 日的 0.20%。截至 8 月 11 日，欧元区 AAA 投资级债收益率由 6 月末的 0.09%下降至-0.06%水平，欧元区高收益债券（CCC 及以下）收益率由 6 月末的 7.15%降至 7.13%。

在 7 月的货币政策决定中，欧央行并未调整 PEPP 购债计划。欧央行内部对于缩减 QE 的呼声并不强烈。偏鸽派的卡萨克斯（Martins Kazaks）表示，9 月议息会议讨论结束 PEPP 过早；而中间派的温施（Pierre Wunsch）也表示，PEPP 应在明年 3 月到期时结束。

欧央行正式实施对称通胀目标。根据 7 月 8 日公布的货币政策战略审查结果，欧央行在 7 月的货币政策决定正式修改了对利率的前瞻指引，对通胀目标的描述从此前的“接近但低于 2%”（close to, but below, 2%）调整为“中期维持在 2%的对称通胀目标”（a symmetric inflation target of 2% over the medium term）。新的对称通胀目标允许“通胀暂时温和高于目标水平”（a transitory period in which inflation is moderately above target），但文件中并未就 transitory period（暂时）的具体时长、moderately（温和）的具体幅度给出明确定义。

未明确通胀超调的明确定义虽然在操作上留足了空间，但也可能加剧欧央行鹰鸽双方的分歧。雷恩（Olli Rehn）和维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）为代表的欧央行偏鸽派表达了对通胀超调的预期；然而魏德曼（Jens Weidmann）等偏鹰派官员则认为欧央行不会故意寻求通胀超调。欧元区通胀指标 HICP 在 7 月升至 2.2%的高位，自 2018 年以来通胀再次回归 2%以上，虽然欧央行将实施“对称通胀目标”，但通胀回升至 2%重要阈值之上无疑将令天平向缩减 PEPP 一方有所倾斜。

- **展望未来：**

短期内欧央行预计尚不会开展缩减 PEPP 的举措，因为欧洲经济整体弱于美国经济，德尔塔病毒的具体影响欧央行仍然有待观察，预计欧央行会等待美联储行动后方才开展进一步行动。

● 动态追踪

德国央行行长（偏鹰）称，欧央行不会故意寻求通胀超调。7 月 9 日，魏德曼（Jens Weidmann）在采访中称，欧央行不会故意寻求通胀超调来弥补之前的通胀不足，并强调了欧央行鹰鸽之间的平衡。他指出，欧央行不会根据过去未实现的目标来制定货币政策。

欧央行偏鸽派表达对通胀超调的预期。7 月 9 日，芬兰央行行长雷恩（Olli Rehn）表示，虽然美联储和欧央行制定目标的方式不同，但它们应对经济冲击时的政策动向相差无几。法国央行行长维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）表示，欧央行仍需分析通胀暂时超调的影响。他指出，欧央行尚未发布通胀超调的持续时间或上调比例。

欧央行：目前融资条件仍较脆弱。7 月 9 日，欧央行发布的 6 月议息会议纪要称，对经济前景评估持谨慎态度，虽然与会者认同货币政策应反映当前的经济改善，但也认为融资条件过于脆弱、不能减少资产购买。文件强调，经济复苏仍处于早期阶段，缺乏稳健性，严重依赖于政策支持；同时担心在中期通胀未明显改善的情况下，缩减购债可能导致融资条件不合理收紧。

欧央行理事（中间派）称，不认为欧元区出现过高的通胀。7 月 10 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在采访中称，确信欧元区不会有过高的通胀，目前疫情导致的物价上涨是暂时性的。她表示，新的通胀目标变化很小，但可以增强货币政策的稳定性。

欧央行副行长（偏鸽）称，欧央行需继续支持欧元区经济。7 月 12 日，德金多斯（Luis de Guindos）在采访中称，由于新冠变种病毒扩散，即使目前对经济复苏的信心有所改善，欧央行仍需继续支持欧元区经济。

葡萄牙央行行长（偏鸽）称，需表明控制通胀的决心。7 月 13 日，森特诺（Mario Centeno）在采访中称，欧央行在 7 月议息会议更新指引时，必须强调有信心控制通胀，前瞻指导必须同步调整，否则将会失去公信力。

欧央行理事（中间派）称，核心通胀回升之后才能收紧货币政策。7 月 14 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在采访中称，欧央行需要看到更高的核心通胀率，然后才会改变经济前景预测和收紧货币政策。

意大利央行行长（偏鸽）称，政策长期不会收紧。7 月 15 日，维斯科（Ignazio Visco）在采访中称，在引入新的通胀目标后，货币政策在长期内仍将保持宽松。他表示，尽管欧元区经济正在逐渐复苏，但现在还不能停止经济刺激。

欧央行维持关键政策不变，调整利率指引。7 月 22 日，欧央行发布 7 月货币政策决定称，维持关键政策不变，继续实施 PEPP、并根据 APP 进行每月 200 亿欧元的购债，调整利率指引以协同 2%的对称通胀目标（a symmetric inflation target of 2% over the medium term）。

路透社：欧央行内部在政策指引修订上存在分歧。7 月 22 日，德国央行行长魏德曼（Jens Weidmann，偏鹰）和比利时央行行长温施（Pierre Wunsch，中间派）担心欧央行 7 月的货币政策决定过于强调长期宽松政策（彭博社和金融时报）。路透社援引消息人士的话称，部分欧央行成员认为新的指引不够清晰。

路透社：PEPP 的结束时间尚未明确。7 月 23 日，路透社援引消息人士的话称，由于疫情仍存在不确定性，预计 9 月的议息会议将不会决定何时结束 1.85 万亿欧元的 PEPP 资产购买计划。

法国央行行长（偏鸽）称，维持宽松政策是合理的。7 月 23 日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在采访中称，目前保持宽松的货币政策是完全合理的，他预计 12-18 个月后通胀率将达到 2%。

彭博社：欧央行认为通胀预期上升需要时间。7 月 27 日，彭博社援引消息人士的话称，欧央行的新通胀目标需要一定时间才能达成，欧央行内部认为通胀预期几个月后才会开始上升，部分人士认为欧央行可能会延长量化宽松政策。

西班牙央行行长（偏鸽）希望在疫情后保持债券购买的灵活性。7 月 28 日，德科斯（Pablo Hernandez de Cos）在采访中称，新冠疫情后，欧央行在转向其他资产购买计划时，应继续保持 PEPP 的灵活性，以提高货币政策的有效性与效率。

欧央行发布战略审查会议纪要。7 月 29 日，欧央行发布的文件显示，未对新通胀目标做出额外解释，也没有公布政策工具的使用偏好。对于欧央行未给出清晰的通胀超调时间和规模，部分与会者持反对意见。欧央行表示，主要再融资利率、存款利率和边际贷款利率仍是主要工具，但也可以使用资产购买、前瞻指引和长期再融资操作。

欧央行理事（偏鸽）表示，只有确保中期通胀稳定在 2%的情况下才能加息。7 月 29 日，帕内塔（Fabio Panetta）在采访中称，欧央行只有确保中期通胀稳定在 2%的情况下才能加息，并淡化了对高通胀和经济过热的担忧。

比利时央行行长（中间派）称，应在明年 3 月结束 PEPP。7 月 29 日，温施（Pierre Wunsch）在采访中称，除非发生重大经济冲击，否则欧央行应在明年 3 月结束 PEPP。他表示，需灵活处理货币政策的转变。

拉脱维亚央行行长称，就是否结束 PEPP 的讨论为时过早。8 月 4 日，卡萨克斯（Martins Kazaks）在采访中称，目前就是否结束 PEPP 的讨论为时过早。他表示，欧央行不应在 9 月议息会议就是否结束 PEPP 做出决定。

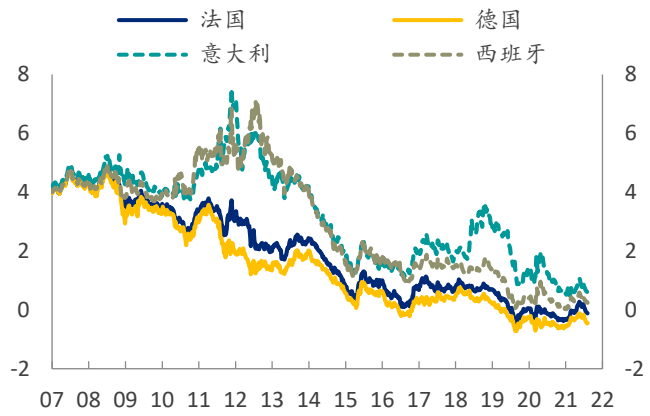
图表 35: 2021 年 7 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行理事	鸽		只有确保中期通胀稳定在 2%的情况下才能加息 希望在疫情后保持债券购买的灵活性		
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙央行行长	鸽				
维斯科 Ignazio Visco	意大利央行行长	鸽		政策长期不会收紧		
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国央行行长	鸽		欧央行尚未发布通胀超调的持续时间或上调比例；维持宽松政策是合理的		
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行副行长	鸽		欧央行需继续支持欧元区经济		
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙央行行长	鸽				需表明控制通胀的决心
雷恩 Olli Rehn	芬兰央行行长	鸽		美联储和欧央行应对经济冲击时的政策动向相差无几		
温施 Pierre Wunsch	比利时央行行长	中间派		应在明年 3 月结束 PEPP		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行理事	中间派		核心通胀回升之后才能收紧货币政策		不认为欧元区出现过高的通胀
卡萨克斯 Martins Kazaks	拉脱维亚央行行长	鹰		尚未决定是否结束 PEPP		
魏德曼 Jens Weidmann	德国央行行长	鹰				欧央行不会故意寻求通胀超调

注：鸽=偏鸽 鹰=偏鹰

资料来源：浦银国际

图表 36: 欧元区 10 年期国债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 37: 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 38: 美德 10 年期国债利差



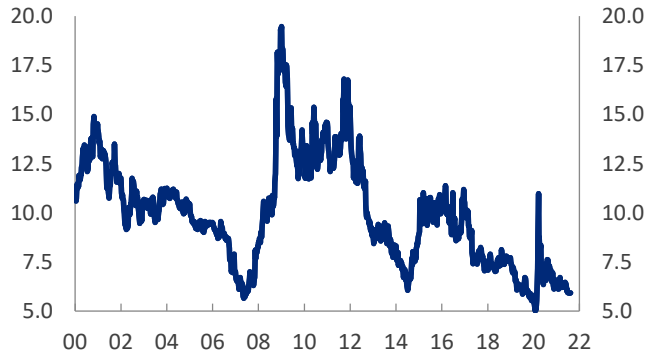
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 39: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）



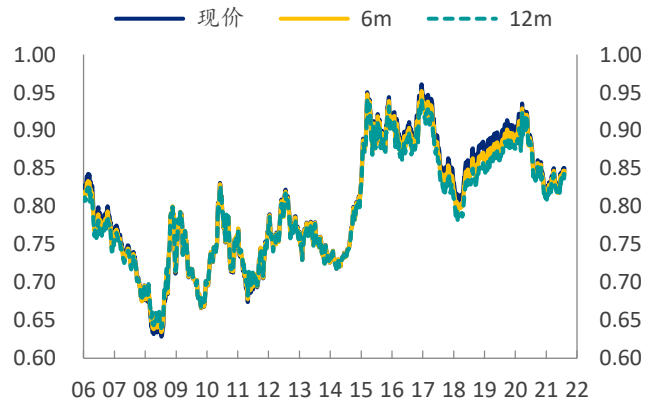
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 40: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 41: 欧元远期汇率



资料来源：FactSet，浦银国际

其他央行：陆续开展 QE 缩减

- **点评**

虽然新冠变种病毒的扩散带来了一定的不确定性，但经济的强劲复苏和不断上升的通胀压力，使得各国央行开始就收紧货币政策做出决定。7 月，各国央行基本都**维持了当前的政策利率**，但与此同时，多数央行都**开始计划/实施缩减部分/全部的资产购买计划：**

- **澳洲央行**维持政策利率不变，但将从 9 月初开始缩减 QE（购债规模从每周 50 亿澳元降至 40 亿澳元）。行长洛伊（Philip Lowe）称，经济复苏强劲导致 QE 的刺激作用变小；如果疫情反弹，澳洲央行将增加购债。
- **新西兰央行**在 7 月 23 日停止 QE。
- **加拿大央行**维持政策利率不变，并决定进行年内第二次缩减（购债规模从每周 30 亿加元降至 20 亿加元，上一次缩减 QE 在 4 月）。行长马克勒姆（Tiff Macklem）称，目前的通胀是暂时性的。

- **展望未来：**

加拿大央行自 4 月开始缩减 25%的 QE，**澳洲央行**和**新西兰央行**也开始跟随（前者缩减 20%的购债规模，后者停止了购债）。

在经济强劲复苏和新冠变种病毒扩散的角力之下，全球经济的不确定性仍在。大宗商品价格回升导致的通胀压力，也将影响未来各国央行对于 QE 的调整。

● 动态追踪

• 英国央行

英国央行取消对部分银行的派息限制。7 月 13 日，英国央行发布声明称，取消疫情期间对主要银行的派息限制，并表示压力测试的结果显示，金融业有充足的资本来应对疫情对经济的影响。

金融时报：立法者呼吁英国央行为量化宽松提供更好的理由。7 月 15 日，金融时报报道称，英国上议院经济事务委员会表示，英国央行未能为实行量化宽松提供充足的理由，需要制定遏制通胀的计划。

英国央行副行长称，通胀回升是暂时的。7 月 22 日，布罗德班特（Ben Broadbent）在演讲中称，无需担忧近期通胀，虽然通胀回升超预期，但这种情况不会持续。他表示，通胀回升可能是受能源价格的影响。

英国央行行长称，不需过度关注通胀上升。7 月 23 日，贝利（Andrew Bailey）在采访中称，不需过度关注通胀上升，因英国经济正从疫情中走向复苏，通胀回升可能是暂时性的。

• 日本央行

日本央行维持货币政策不变，调整经济预测。7 月 16 日，日本央行发布货币政策声明，以 8 票对 1 票的结果决定，维持短期和长期利率不变，维持量化宽松规模不变。此外，日本央行下调了对 2021 财年（截至 2022 年 3 月）的经济预测，从今年 4 月的 4.0%降至此次的 3.8%；同时上调了对 2022 财年的经济预测，从 2.4%上调至 2.7%。

日本央行：通胀传导机制薄弱。7 月 21 日，日本央行发布 6 月议息会议纪要显示，CPI 和通胀预期几乎没有变化。与会者认为，PPI 上升可能会推高 CPI，但这种影响很可能是暂时性的；此外，商品价格上涨亦有可能推高企业成本，并拖累日本经济。

日本央行副行长称，对经济复苏前景持乐观态度。7 月 21 日，雨宫正佳（Masayoshi Amamiya）在采访中称，如果新冠疫苗接种速度加快，2022 年的经济复苏可能强于预期。虽然疫情对消费造成压力，但他仍对复苏前景保持乐观。

日本央行对经济前景保持谨慎。7 月 28 日，日本央行发布 7 月议息会议的意见摘要称，继续维持谨慎的经济评估和提供有效的政策支持，通胀预期仍然低迷，应专注于经济的基本面。

日本央行新任委员称，今年的通胀目标仍需探讨。7 月 30 日，野口旭（Asahi Noguchi）在采访中称，随着疫情受控，日本央行可以开始讨论今年年底的通胀目标。他还表示，除非出现重大经济冲击，否则日本央行可以暂缓扩大刺激措施。

- **澳洲央行**

澳洲央行行长称，缩减 QE 不意味着撤回货币政策支持。7 月 8 日，洛伊（Philip Lowe）在采访中称，缩减 QE 不意味着撤回货币政策支持，在实现通胀目标方面仍需进展，失业率需要从现在的 5.1%下降至 4.0%之后，通胀率才能提高到目标区间。

澳洲央行缩减 QE。8 月 3 日，澳洲央行发布货币政策声明称，维持政策利率不变，9 月除之前继续以每周 50 亿澳元的规模购债，此后购债规模缩减至每周 40 亿澳元直到 11 月中旬。文件称，目前的货币政策已提供了充足的支持，将继续保持灵活的购债方式。

澳洲央行行长称，可以开始缩减 QE。8 月 6 日，洛伊（Philip Lowe）在演讲中称，今年经济将强劲复苏，购债对刺激经济的作用将变小。如果新冠疫情恶化，澳洲央行将通过增加购债等方式刺激经济。

- **新西兰央行**

新西兰央行停止 QE。7 月 14 日，新西兰央行，将在 7 月 23 日停止大规模资产购买计划（LSAP）。新西兰央行认为，通缩和高失业率带来的经济下行风险已经消退，而国内产能压力和劳动力短缺将扩大通胀压力。

新西兰央行副行长称，考虑收紧贷款。8 月 3 日，巴斯坎德（Geoff Bascand）在采访中称，将就收紧抵押贷款进行讨论，并对过高的贷款价值比（LVR）和债务收入比（DTI）表达了担忧。

- **加拿大央行**

加拿大央行维持基准利率不变，缩减量化宽松。7 月 14 日，加拿大央行发布公告称，维持 0.25%的政策利率不变，将每周购债规模从当前的 30 亿加元调整为 20 亿加元。加拿大央行预计，2021 年通胀率会保持在 3%以上，但在 2022 年将下降至 2%。

加拿大央行行长称，目前的通胀是暂时性的。7 月 15 日，马克勒姆（Tiff Macklem）在采访中称，如果价格水平持续处于高位，加拿大央行将对通胀进行干预。他预计，目前的通胀回升是暂时的，随着经济进一步开放，通胀率将回落至 2%的目标水平。

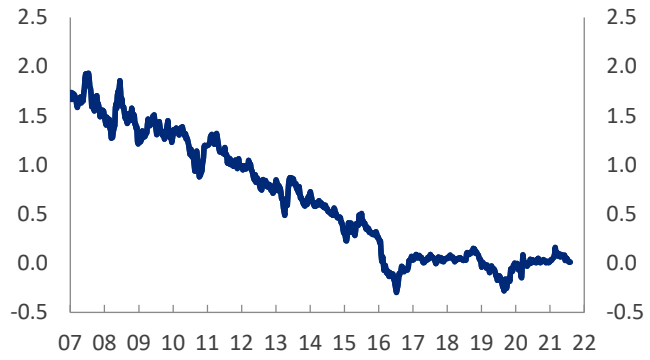
- **瑞士央行**

瑞士央行行长称，将不会调整通胀目标。7 月 13 日，乔丹（Thomas Jordan）在采访中称，将不会为实现价格稳定而上调通胀目标。

- **韩国央行**

韩国央行维持政策利率不变。7 月 15 日，韩国央行发布货币政策声明，维持 0.5%政策利率不变，并表示尽管经济持续复苏且通胀维持高位，但鉴于疫情仍存在不确定性，因此将继续维持宽松货币立场。

图表 42: 日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 43: 美日 10 年期国债利差



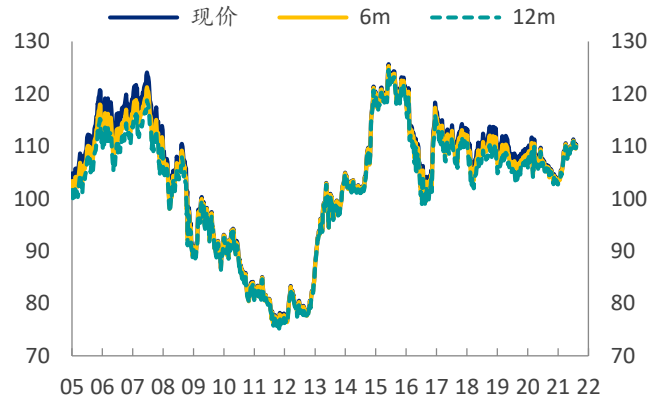
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 44: 1 年期日元隐含波动率（%）



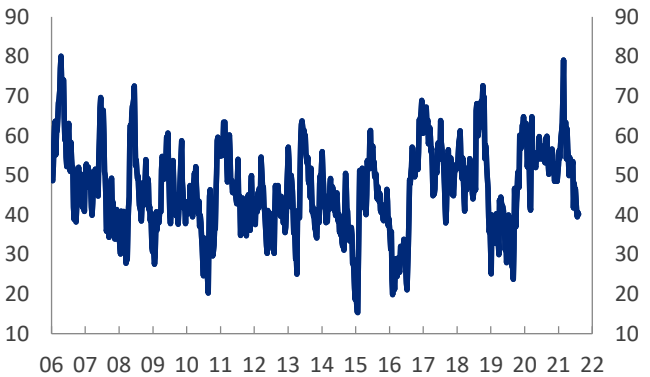
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 45: 日元远期汇率



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 46: 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团－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联属公司、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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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