浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

SPDBI 全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测

- **全球央行：**全球多数央行对经济谨慎乐观，美联储调高 2021 年经济预测，中国货币政策正常化，英国、澳大利亚等央行对 2021 年经济前景相对乐观，仅有欧央行 12 月扩大宽松且下调 2021 年经济预测。

- **美联储：**12 月 FOMC 会议，美联储加强资产购买前瞻指引，但与此同时调高了 2021 年的经济预测，随着更大规模财政刺激的落地，联储未来可能进一步强化前瞻指引进而对长端利率反弹进行一定程度压制，财政刺激的落地可能令美联储 2021 年下半年开始退出 QE。

- **中国人民银行：**央行 12 月 MLF 规模超预期，但这并不意味着货币政策“正常化”的转向，1 月初的央行工作会议、易纲行长关于强调“稳字当头”的专访都发出了明确信号。近来 MLF 超预期仍然主要因为平抑市场波动、解决因季末、缴准、春节临近等因素而导致银行间流动性不足的情况，市场不可错误解读 MLF 的意义而罔顾了货币政策正常化的方向。

- **欧洲央行：**12 月欧央行如期扩大宽松并延长宽松，但欧元区仍面临三重冲击，不同于中美的相对乐观，欧央行 12 月却特立独行地调低了 2021 年的经济预测。除此之外，欧央行还要面临内部意见分化以及银行不良贷款激增的威胁，欧元区依然困难重重。

- **日本央行：**12 月的货币政策会议显示，日本央行有意调整市场操作和资产购买。随着新冠疫苗的持续进展，日本央行将相应做出政策微调。展望未来，日本央行很有可能等待欧央行关于通胀的新货币政策框架推出后，有针对性地协同欧美框架对其货币政策框架进行微调。

2021 年

1 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 1 月 12 日

相关报告：

《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》（2020-12-08）

《SPDBI 全球央行观察（2020 年 11 月刊）：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》（2020-11-06）

《SPDBI 全球央行观察（2020 年 10 月刊）：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》（2020-10-12）

《SPDBI 全球央行观察（2020 年 9 月刊）：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔》（2020-09-01）

浦银国际 | 投资策略 | SPDBI 全球央行观察

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：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测 3

总结 4

美联储：12 月调高经济预测但加强资产购买前瞻指引，相对利好风险资产 6

点评 6

动态追踪 8

中国人民银行：MLF 超预期无碍货币政策正常化 13

点评 13

动态追踪 14

欧洲央行：12 月如期扩大宽松，但内部矛盾重重，仍面临欧元升值及不良激增 19

点评 19

动态追踪 20

日本央行：未来将跟随美欧央行对货币政策框架进行微调 24

点评 24

动态追踪 25

其他央行：多数维持宽松 27

点评 27

动态追踪 28

SPDBI 全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测

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：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测

2020 年 12 月：

- **3 个新兴市场央行继续降息：**初步统计 12 月全球仅有塞尔维亚、塞拉利昂和阿塞拜疆央行进行降息（11 月 9 个），12 月降息的央行数量较 11 月显著减少。

- **12 月全球资本市场复苏加快：**全球股市出现不同程度上涨，MSCI 发达国家 12 月上涨 4.1%，MSCI 新兴市场 12 月上涨 7.2%；发达市场国家国债收益率出现不同程度地上升；在岸与离岸美元的流动性趋紧，海外央行美元互换需求上升约 94.34 亿美元。

- **12 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 12 月 29 日，美联储资产负债表总规模较 11 月略有上涨，达 7.36 万亿美元。

总结

全球多数央行对于经济偏谨慎乐观，美联储调高 2021 年经济预测，中国货币政策正常化，英国、澳大利亚等央行都对 2021 年经济前景感到相对乐观，仅有欧央行 12 月扩大宽松且下调 2021 年经济预测。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数（%）



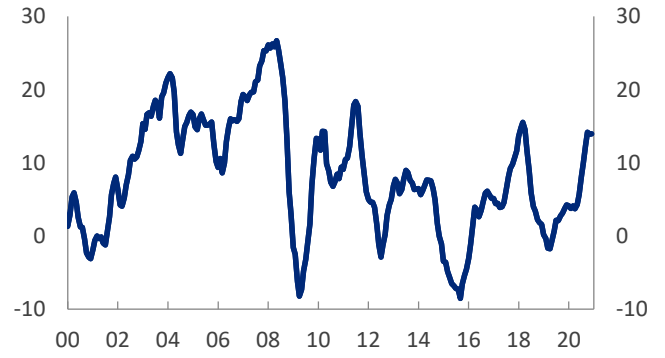
资料来源：Factset，浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数（%）



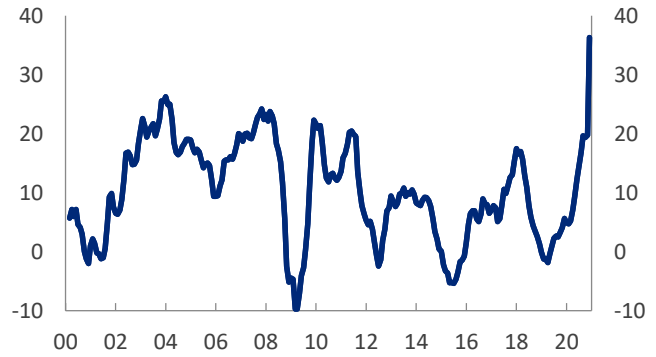
资料来源：Factset，浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数（%）



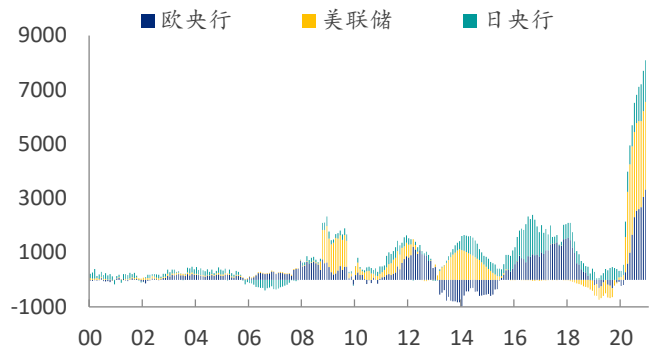
资料来源：Factset，浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数（%）



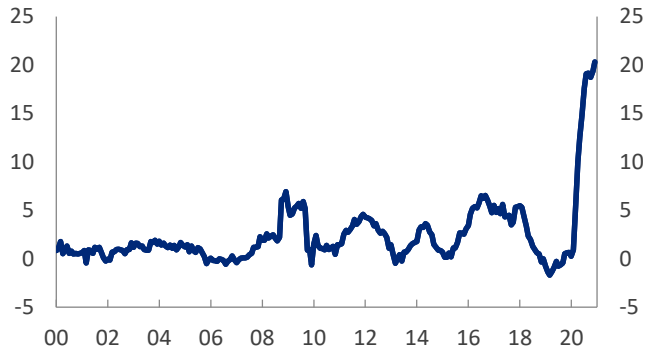
资料来源：Factset，浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量（十亿美元）



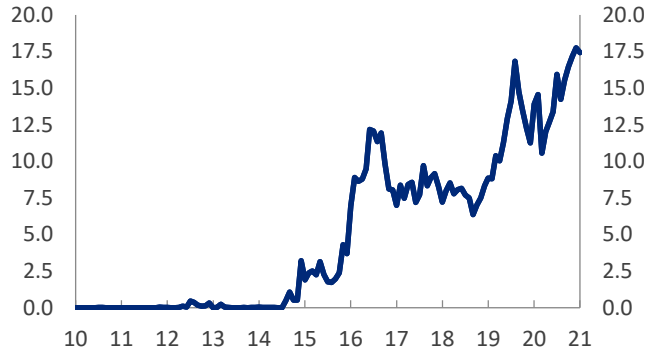
资料来源：Factset，浦银国际

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：12 月调高经济预测但加强资产购买前瞻指引，相对利好风险资产



- 点评

12 月美债长端利率微升，10 年期美债从 0.84%上升 7.6bps 至 0.91%，2021 年 1 月初 10 年期美债继续上行突破 1%的水平。高收益债收益率降至 5%以下，投资级降至 1.7%的水平。美元指数下降至 89.9 左右的水平。

12 月的美联储 FOMC 会议，维持联邦基金目标利率、超额准备金利率、贴现利率不变，但对于资产购买的前瞻指引、经济预测做了微调。具体来看，虽然 QE 的体量未变（每月至少 800 亿美元的国债及 400 亿元 MBS），但其前瞻指引得到了加强，其额外强调了资产购买直至“就实现委员会最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展”（until substantial further progress has been made toward reaching the Committee’s maximum employment and price stability goals）；与此同时美联储也公布了最新的经济展望，虽然美联储 12 月的会议纪要显示委员们认为四季度相比三季度整体的复苏动能放缓，2021 年一季度后复苏动能加速。美联储仍调高了未来的经济展望，其中 2021 年实际 GDP 增速由 9 月的 4.0%调升至 12 月的 4.2%，2022 年由 9 月的 3.0%调升至 12 月的 3.2%；2021 年核心 PCE 由 9 月的 1.7%调升至 12 月的 1.8%，2022 年由 9 月的 1.8%调升至 12 月的 1.9%。

12 月的美联储会议上，与会者认为经济的整体风险相对平衡了不少，近期经济复苏动能有所放缓，未来的经济复苏依然取决于疫情的发展情况，但疫苗大幅减缓了经济的风险，虽仍存在下行风险，例如：公众对于疫苗的认可度、财政刺激是否能及时落地仍存在不确定性；但也有与会者认为经济存在上行风险，复苏可能超预期，通胀反弹可能超预期，尤其是部分与疫情相关的供应复苏存在障碍的时候。

整体来看，12 月的美联储没有非常明显的变化，他们依然在等待财政刺激的最终方案落地，以判断经济复苏的动能、国债的供应体量。12 月会议整体而言是利好风险资产的，因为其在对于经济谨慎乐观的基础上，仍然加强了资产购买的前瞻指引，效果类似于 DDM 模型中调升分子但压制分母反弹。

- **展望未来：**

随着民主党在国会连连胜利，民主党版的更大规模财政刺激实施的可能性越来越大，如此大规模的财政刺激无疑将提振复苏的斜率，这将加剧美债长端收益率的上行压力，但美联储料将根据财政刺激的具体细节，更有针对性地加强前瞻指引，进而对长端利率进行一定程度的压制，预计 10 年期美债不会超过疫情前约 1.5%左右的水平。另外，若上述美国财政刺激落地，QE 退出很有可能提前，我们预计美联储很有可能在 2021 年下半年退出 QE。

动态追踪

美联储主席（有投票权）称应延长紧急贷款计划。12 月 1 日，鲍威尔（Jerome Powell）在国会听证会称，虽然疫苗的进展从中期来看是积极的，但目前疫苗的部署仍面临生产和大规模分销的障碍，复苏放缓和疫情反弹意味着美国经济仍处于受损和不确定的状态，应保留紧急贷款计划为经济复苏提供支持。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）认为需对资产购买给出新的指引。12 月 2 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时称，美联储应开始考虑如何减少或改变资产购买的构成和规模，并在不久的将来提供资产购买的指引。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）对 2021 年下半年的经济状况持乐观态度。12 月 2 日，哈克尔（Patrick Harker）在演讲中称，美国经济正处于停滞期，如果疫苗在春季或夏季投入使用，2021 年下半年的经济增长将会加快。

旧金山联储主席（无投票权，中间派）认为美联储应维持宽松政策。12 月 2 日，戴利（Mary Daly）接受采访时称，如果美联储想使经济恢复到充分就业并达成通胀目标，那将需要坚持宽松的货币政策，为了实现物价稳定的目标，需要一段适度高于目标通胀的时期。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）呼吁更多财政援助。12 月 2 日，埃文斯（Charles Evans）接受采访时称，美联储已经在提振经济方面做了“相当多”的工作，再做出更多努力的空间所剩无几。他再次呼吁国会提供更多的财政援助。

美联储称新冠病例激增的情况下，不确定性正在上升。12 月 2 日，美联储发布 11 月褐皮书称，尽管自 2020 年 10 月以来，大多数地区的经济出现了温和的增长，但仍有四个地区经济增长停滞；最近的疫情反弹以及第一轮财政援助到期使得乐观情绪减弱；学校和工厂在疫情反弹的背景下关闭，这导致了就业恢复有所放缓。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽派）认为随着财政援助减少，经济增长将放缓。12 月 3 日，威廉姆斯（John Williams）接受采访时称，美国经济的复苏速度比预期要快，但是疫情的蔓延以及第一轮财政援助到期将导致经济增长放缓。

明尼阿波利斯联储主席（有投票权，偏鸽）认为 2021 上半年的经济增长将是不稳定的。12 月 4 日，卡什卡里（Neel Kashkari）接受采访时称，疫情肆虐削弱了经济增长，未来几个月将是“艰难的”，但随着疫苗的推进，经济将会出现强劲反弹。他预计，美联储在 2022 年之前都将维持近零利率。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）称应保留当前的 QE，并不排斥进一步宽松。12 月 5 日，埃文斯（Charles Evans）接受采访时称，对目前的 QE 感到“满意”，并表示 QE 应保留直到经济前景变得更加明朗。他还表示，不反对更多的宽松政策，但不确定当前是否是好的时机采取进一步宽松。

美联储：将继续实施 QE，直到就业和通胀目标取得“实质性进展”。12 月 16 日，12 月 FOMC 会议决定，维持政策利率不变，继续每月 1,200 亿美元的资产购买计划，直到在实现充分就业和价格稳定方面取得实质性进展。

美联储主席（有投票权）称经济复苏进展比预期要快。12 月 16 日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲中称，美国经济复苏好于预期，但是总体经济活动仍远低于疫情前的水平，未来仍充满不确定性。他表示，利率和 QE 将继续为经济提供强有力的支持，FOMC 将在减少资产购买前发出信号。

美联储延长美元互换安排。12 月 17 日，美联储为 9 家海外央行延长了美元互换额度的期限至 2021 年 9 月 30 日，其中涵盖了 2020 年 3 月美联储与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典央行设立的 600 亿美元互换安排，以及与丹麦、挪威和新西兰央行设立的 300 亿美元的互换安排。

彭博社：美联储成为新一轮经济刺激谈判的关键节点。12 月 18 日，彭博社报道称，两党就终止美联储的“主街贷款计划”的斗争已经成为达成新一轮经济刺激计划的重大障碍。作为经济刺激法案的一部分，共和党人试图终止“主街贷款计划”，然而财政部长努钦（Steven Mnuchin）有权单方面延长该计划，符合民主党人的希望。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）称经济明显复苏时将减少资产购买规模。12 月 18 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时表示，当美国经济出现强劲复苏的时候，美联储应开始缩减资产购买规模。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）再次呼吁财政刺激。12 月 19 日，克拉里达（Richard Clarida）接受采访时称，目前的货币政策是合适的，美国经济需要进一步的财政支持以度过未来几个月“艰难”时期。

美联储延长“主街贷款计划”至 2021 年 1 月 8 日。12 月 29 日，路透社报道，美联储已将“主街贷款计划”的终止日期延长八天，以便有更多时间处理 12 月 14 日之前提交的申请，该延长期限的决定得到了财政部长努钦（Steven Mnuchin）的批准。截至 12 月 23 日，“主街贷款计划”的贷款总额已达 145.9 亿美元。

图表 9: 2020 年 12 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		美国经济复苏好于预期	应延长紧急贷款计划		
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	有	偏鸽	2021 上半年的经济增长不稳定	预计 2022 年前都将维持近零利率		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	无	偏鸽		应保留 QE，并不排斥进一步宽松	呼吁更多财政援助	
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽	美国经济复苏快于预期		财政援助减少，经济增长将放缓	
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽			再次呼吁财政刺激	
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	无	中间派		应维持宽松政策		需要一段适度高于目标通胀的时期
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席	有	中间派		应考虑减少或改变 QE 的构成和规模，并给出指引；经济明显复苏时将减少 QE 规模		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	有	偏鹰	对 2021 年下半年的经济状况持乐观态度			

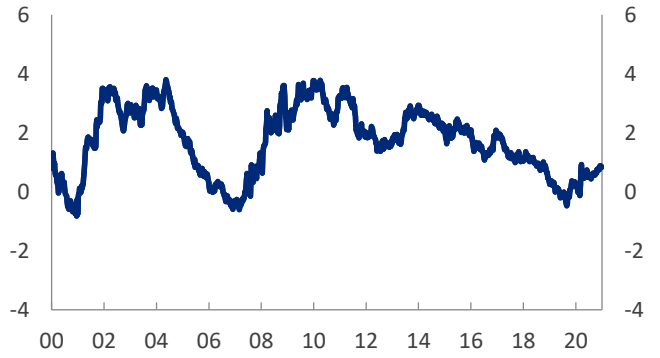
资料来源：浦银国际

图表 10: 美国国债收益率（%）



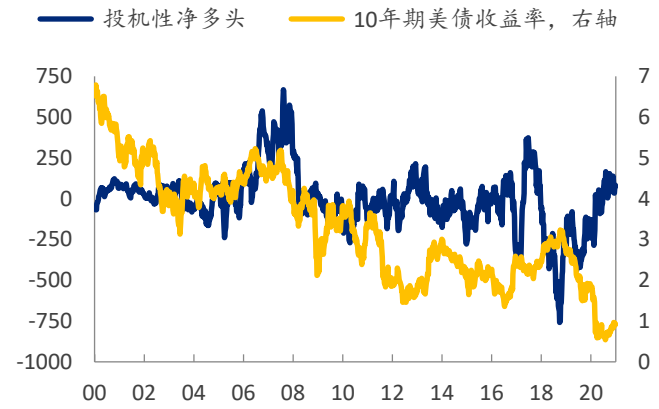
资料来源：Factset，浦银国际

图表 11: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



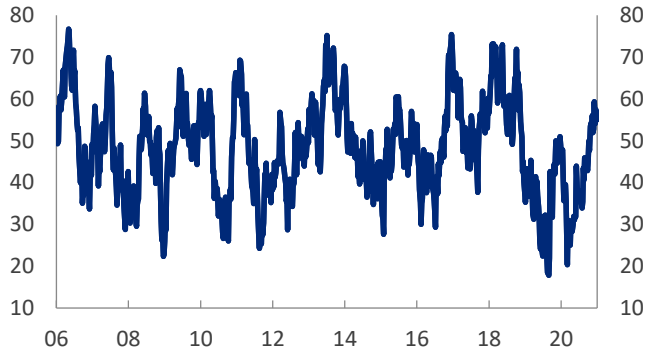
资料来源：Factset，浦银国际

图表 12: 10 年期美债投机性净多头



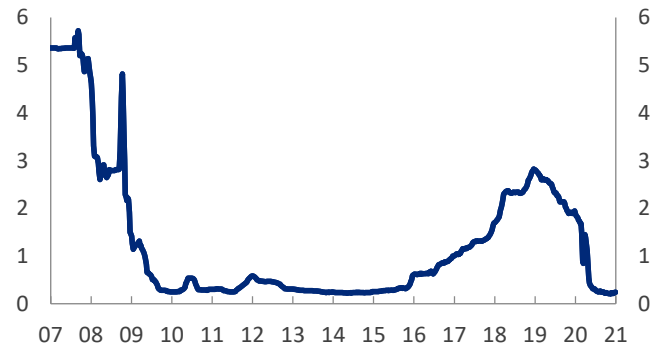
资料来源：Factset，浦银国际

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（%）



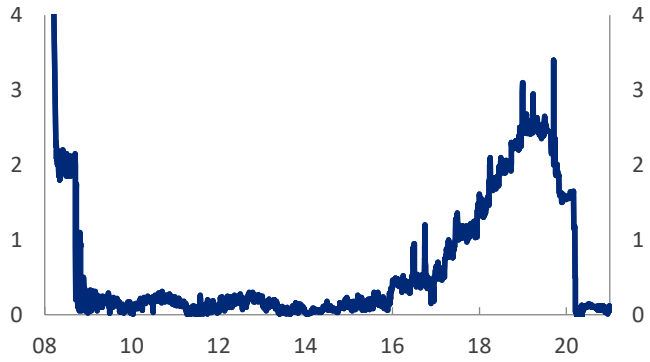
资料来源：Factset，浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率（%）



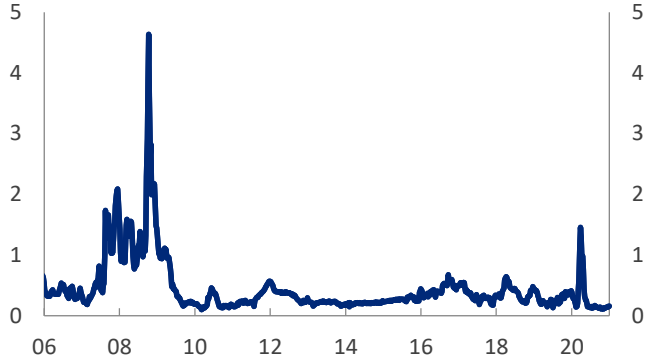
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 16: 美国隔夜回购利率（%）



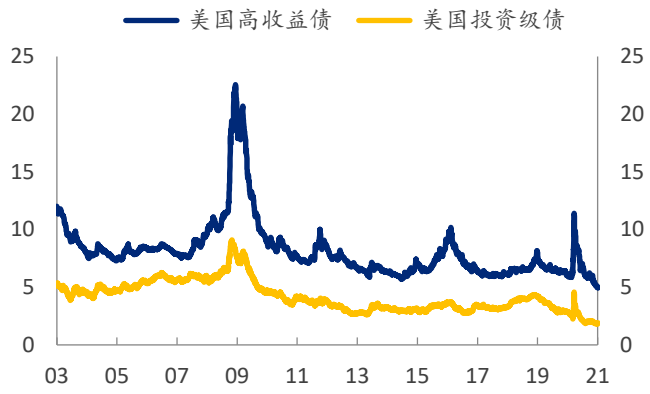
资料来源：Factset，浦银国际

图表 17: 泰德利差（%）



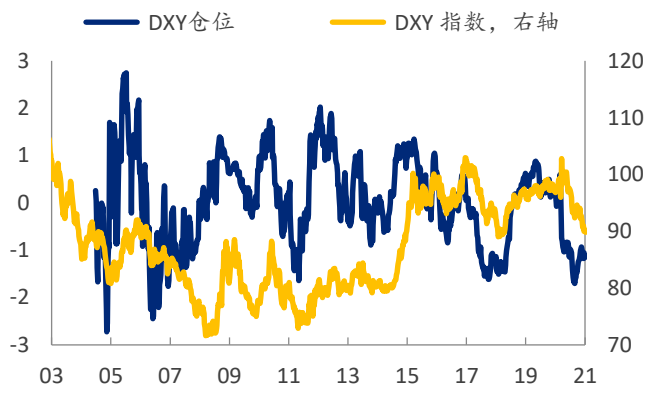
资料来源：Factset，浦银国际

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：MLF 超预期无碍货币政策正常化

- **点评**

12 月短端利率（3 月期国债）自 2.88%小幅下降近 21bps 至 2.67%，长端（10 年期）由 3.29%微降至 3.20%。中国央行 12 月超预期开展 9,500 亿元中期借贷便利操作(MLF)，远超本月到期量(6,000 亿元)，亦创单次纪录新高。

央行近来虽然超预期续作 MLF，但这并不意味着货币政策正常化的转向。2021 年 1 月初的央行工作会议上，强调“2021 年要坚持稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用”；与此同时，易纲行长接受专访时也强调 2021 年“稳字当头”。因此，对于 2021 年货币政策的宽松度不宜过于乐观。

由于资金面宽松，央行连续的 MLF 及逆回购操作下压短端利率进而传递至长端利率，12 月份 10 年期国债收益率小幅下行，但随着中国经济与海外共振复苏（具体可以参考我们 2021 年的策略展望《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》），利率中枢的上行压力依然存在，且随着美国大概率实施高规模版本的财政刺激，这对全球的利率中枢带来提升，因此长端利率可能仍将上行。

- **展望未来：**

11-12 月央行为何超额续作 MLF？主要原因仍在于平抑“永煤”事件后信用债市场的紧缩，与此同时，1 月银行间流动性由于新增财政存款、银行缴准、货币政策工具到期，加上临近春节居民提款等问题，银行间流动性依然有较大压力，因此央行预计仍将在 1 月进行流动性的呵护。

目前市场上存在央行可能降准的预期，但在货币政策正常化阶段开展“降准”的信号意义过于强烈，很容易令市场做出错误解读，因此我们认为央行大概率将在 1 月继续续作 MLF 来注入流动性，而降准的概率非常低。

● 动态追踪

中国央行发布 2020 年第三季度货币政策执行报告。11 月 26 日，第三季度货币政策执行报告称，经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变；不存在长期通胀或通缩的基础；稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向；要尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。

中国央行副行长：积极稳妥推进金融开放。11 月 30 日，刘桂平在讲话中称，下一步将积极稳妥推进金融业自主开放，推动金融业系统化、制度化开放，优化金融市场互联互通安排，稳慎推进人民币国际化。

中国央行行长：建设现代中央银行制度。12 月 2 日，易纲撰文表示，必须在财政和央行之间建起“防火墙”，防止财政赤字货币化，同时要防止央行承担企业信用风险，波及人民币信用。他表示应构建起系统性金融风险防控体系，解决地方政府和金融机构倒逼中央政府和央行承担救助成本的问题。他还强调要增强货币政策操作的规则性和透明度，完善央行政策利率体系，健全利率走廊机制。

中国央行行长：发展绿色金融，促进低碳发展。12 月 9 日，易纲在演讲中表示，将以碳中和目标为约束条件，进一步完善绿色金融标准，并继续继续探索利用金融科技发展绿色金融。他还提到，央行正在修订《绿色债券支持项目目录》，将传统化石能源的生产、消费类项目移出支持范围，增加气候友好型项目；同时，人民银行进一步强化政策激励，对银行绿色金融业绩进行评价。

中国央行金融研究所所长呼吁降低商业银行绿色信贷风险权重以激励更多绿色投放。12 月 9 日，周诚君在演讲中称，应对商业银行发放的绿色信贷在风险权重上给予一定的优惠。截至 2020 年三季度末，商业银行共发放 11.55 万亿元人民币绿色信贷，若能够将其风险权重降到 50%，将可以释放 6,000 多亿元资本金。

中国央行副行长：搞好货币政策跨周期设计。12 月 11 日，刘国强撰文称，应“搞好货币政策跨周期设计，完善货币供应调控机制，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，以现代化的货币管理促进经济高质量发展”（路透社）。

中国央行下调金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数。12 月 11 日，中国央行和国家外汇管理局发布通知称，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，引导金融机构市场化调节外汇资产负债结构，决定将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。

中国央行传达学习中央经济工作会议精神。12 月 21 日，中国央行召开党委扩大会议称，2021 年需要抓好以下四方面的任务：坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度；进一步加大对重点领域和薄弱环节的金融支持；持续防范化解金融风险；深化金融供给侧结构性改革。

中国央行参事室主任撰文讨论高质量“双循环”及金融供给侧结构性改革。12 月 22 日，纪敏撰文指出，新双循环格局对维护金融安全提出了更高要求，不仅需要健全自主可控的高质量金融基础设施，稳步推进金融业关键信息、支付结算、征信评级等基础设施自主可控，还要提高金融监管透明度和法治化水平，建立与更高水平开放相适应的跨境资金流动监管体系。

中国央行批准第二张个人征信牌照。12 月 25 日，中国央行公告称，已批准朴道征信有限公司个人征信业务许可，这家由北京金控、京东、小米合组的联合体获得了中国第二张个人征信牌照。此前，央行在 2018 年批准了由百行征信申请的全国首张个人征信牌照。

中国央行郑州中心支行行长称，适度放宽特殊时期政策工具使用条件，继续引导存贷款利率下行。12 月 28 日，徐诺金指出，特殊时期应适度放宽货币政策工具使用条件；在经济下行压力仍较大的情况下，可进一步引导存贷款利率下行，尤其是通过引导存款利率下行去扩大贷款利率的下行空间（路透社）。

中国央行货币政策委员会召开第四季度例会。12 月 29 日，第四季度例会指出，“着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力；构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系；引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应”。

中国央行发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》。12 月 31 日，中国央行发布通知称，2021 年起建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，分档设置房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上限，大型银行分别是 40%和 32.5%；中型银行分别是 27.5%和 20%；小型银行和非县域农合机构分别是 22.5%和 17.5%；县域农合机构分别是 17.5%和 12.5%；村镇银行分别是 12.5%和 7.5%。

中国央行召开 2021 年工作会议。1 月 6 日，中国央行工作会议指出，2021 年要坚持稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用；完善绿色金融政策框架和激励机制；完善宏观审慎政策框架；加强互联网平台公司金融活动的审慎监管，防范化解金融风险；扩大金融双向开放；稳慎推进人民币国际化。

中国央行下调企业的跨境融资宏观审慎调节参数。1 月 7 日，继下调金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数后，中国央行发布通知称，决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。

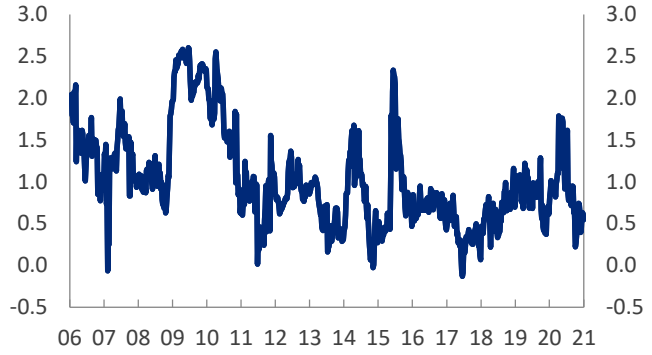
中国央行行长易纲表示 2021 年货币政策“稳”字当头，宏观杠杆率 2021 年基本稳定。1 月 8 日，易纲接受新华社专访，表示“2021 年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。”而且在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在结构方面，发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。同时，深化利率汇率市场化改革，巩固贷款实际利率下降成果，增强人民币汇率弹性。关于宏观杠杆率，易纲表示“从宏观上，要稳住宏观杠杆率。”2020 年，疫情冲击使 GDP 增长率较低，使得我国宏观杠杆率，也就是总负债和 GDP 之比明显上升。去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢，预计今年可以回到基本稳定的轨道。

图表 20：中国国债收益率（%）



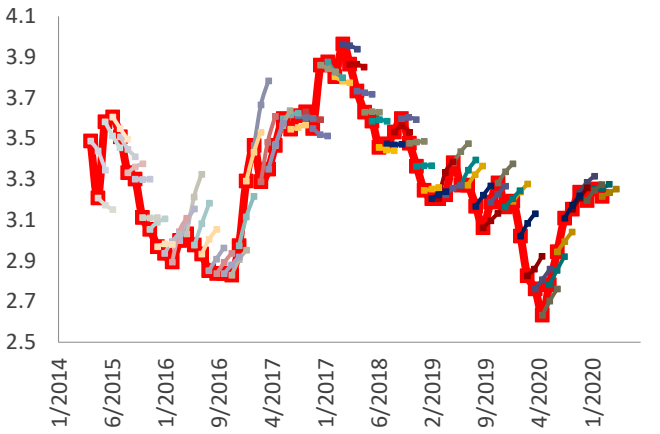
资料来源：Factset，浦银国际

图表 21：中国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



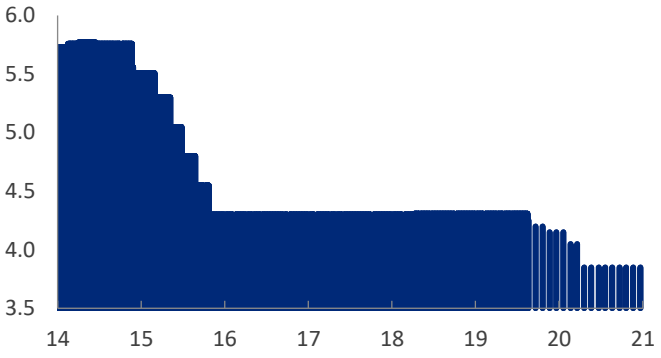
资料来源：Factset，浦银国际

图表 22：中国 10 年期国债远期（%）



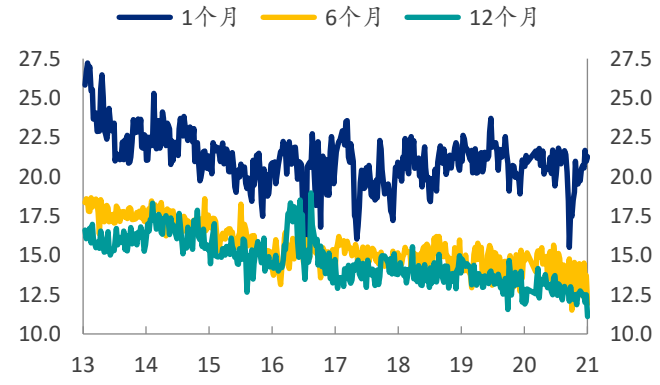
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23：1 年期 LPR 利率（%）



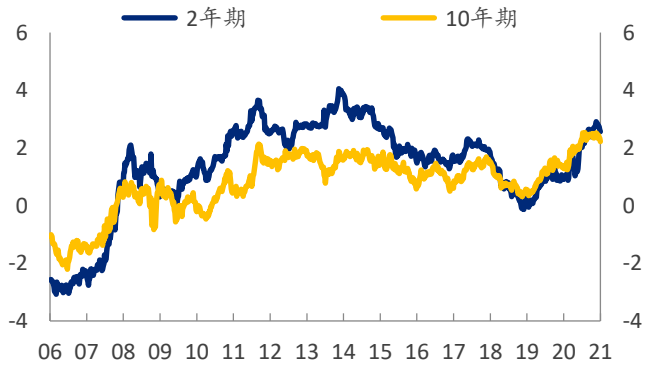
资料来源：Wind，浦银国际

图表 24：温州民间融资综合利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 25：中美国债利差



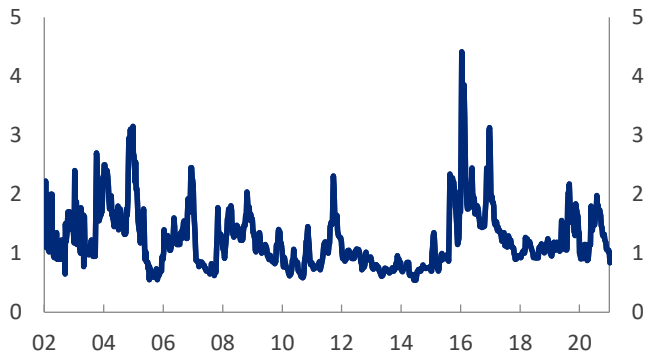
资料来源：Factset，浦银国际

图表 26: 1 年期人民币隐含波动率（%）



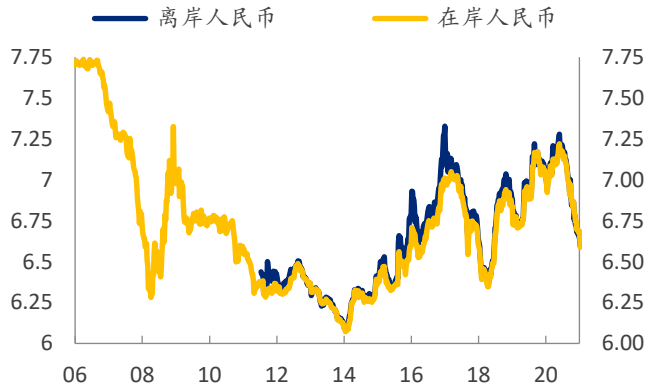
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27: 1 年期港币隐含波动率（%）



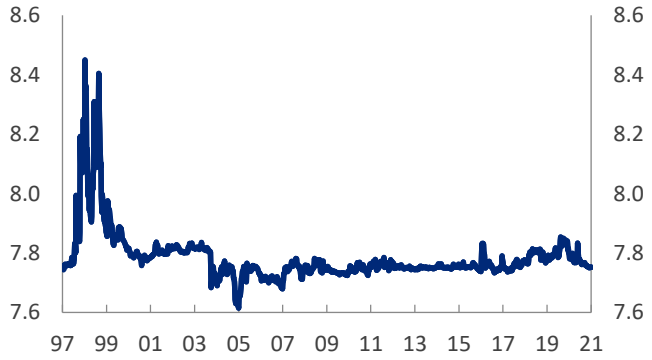
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28: 人民币一年期远期汇率



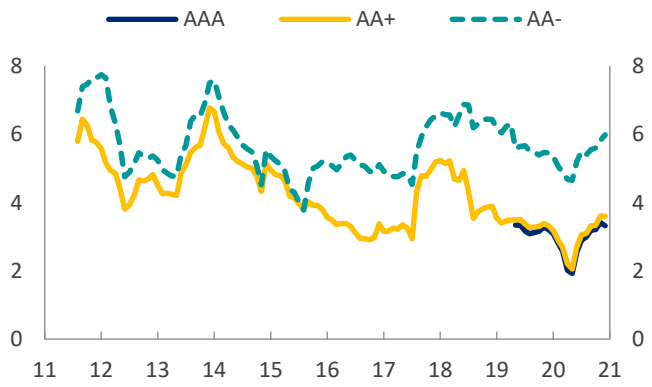
资料来源：Factset，浦银国际

图表 29: 港币一年期远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 30: 中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 31: 中资美元债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

欧洲央行：12 月如期扩大宽松，但内部矛盾重重，仍面临欧元升值及不良激增

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

12 月德国短端（3 月期）及长端国债（10 年期）分别微降至-0.72%及-0.57%，欧元区 AAA 投资级债收益率依然处于负值区间（-0.17%）。

欧央行在 12 月的议息会议采取了扩大宽松的措施——增加资产购买（即，Pandemic Emergency Purchase Programme，PEPP）的规模并延长其持续时间，具体而言，**增加 PEPP 额度从 1.35 万亿欧元至 1.85 万亿欧元，并延长期限至 2022 年 3 月，**以应对欧元区面临的三重冲击，即**疫情反弹、欧元走强、通缩加剧**。这符合我们在（《SPDBI 全球央行观察（2020 年 11 月刊）：疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》）对于欧央行将在 12 月扩大宽松的判断。

不同于美联储调高 2021 年经济预测，而中国随着复苏推进，也在有序地推进货币政策常态化，欧央行在多重压力下扩大宽松，与此同时其 12 月的经济展望也调低了 2021 年的经济预期，其预计 2021 年 GDP 增速为 3.9%，低于 9 月份预测的 5.0%。

虽然欧央行在 12 月的议息会议达成了扩大宽松的意见，但央行内部就**是否应当扩大宽松的意见之争仍未结束**。偏鸽派认为，必要时需继续扩大 PEPP，甚至不排除制定新的政策工具。而偏鹰派则强调增加 PEPP 额度将带来风险，并淡化进一步宽松的可能性。由于欧盟货币一体化，但政治、财政却非一体化，这依然是个根植于欧元内部难以调和的矛盾，从此到 2020 年的欧元区 QE 合法性危机都是脚注，这也将为未来欧元区的存续性预埋下不稳定的种子，长期而言，我们都有必要对欧元区资产保持相对谨慎。

除了内部的意见不一致，欧央行还面临**欧元持续升值**以及**银行业不良贷款激增**的双重威胁。美元指数受美国国内经济的影响持续走低，导致欧元仍处于 2018 年 5 月以来的高位水平附近，这对欧元区通缩加剧起到了推波助澜的作用。另一方面，银行业的不良贷款增加会对欧元区金融稳定性构成潜在威胁，而这也将影响欧央行在宽松政策方面的考量。

- **展望未来：**

目前来看，已延长至 2022 年 3 月的 PEPP 能保证 2021 年欧元区的宽松大趋势不变，预计欧央行正在修订的货币政策新框架也将成为欧元区内部各国角力的战场之一。

● 动态追踪

奥地利央行行长（偏鹰）认为欧元区 2021 年中旬开始持续复苏。11 月 26 日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）接受采访时表示，欧元区经济最迟将在 2021 年中旬开始持久复苏。此外，他淡化了出台额外的大规模刺激措施的可能性，称重新调整更多是出于质量考虑。

欧央行首席经济学家（偏鸽）警告称低通胀将带来负面影响。12 月 2 日，莱恩（Philip Lane）在采访中称，长期的低通胀将损害消费和投资，并强化对未来物价低增长的预期。他表示，欧央行将不只着眼于两种主要工具（PEPP 和 TLTROs）来支持经济增长、应对经济衰退。

欧央行官员称应警惕银行业不良贷款。12 月 3 日，欧央行监事会主席恩里亚（Andrea Enria）接受采访时称，新冠疫情影响下，欧元区的贷款机构并未做足够的准备来应对可能增加的不良贷款。他指出，在决定是否允许恢复支付股息和回购股票时，银行对不良贷款的准备是需要考虑的因素，宏观经济前景也是考虑因素之一。

欧央行行长：将密切关注欧元升值对通胀的影响。12 月 10 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时称，欧元走强导致物价下跌，从而对欧元区通胀造成负面影响，欧央行将密切关注欧元的走势。

欧央行加码宽松政策。12 月 10 日，欧央行发布 12 月货币政策决定，增加 PEPP 额度从 1.35 万亿欧元至 1.85 万亿欧元，并延长期限至 2022 年 3 月，维持政策利率和资产购买计划（Asset Purchase Programme）不变。此外，欧央行调整了 TLTROs 的条款为市场提供更多流动性，欧央行将维持利率处于目前或更低的水平，直到达成通胀目标。

欧央行预计 2021 年经济复苏放缓，2022 年经济复苏好于预期。12 月 10 日，欧央行发布宏观经济预测，预计 2021 年 GDP 增速为 3.9%，低于 9 月份预测的 5.0%；预计 2022 年的经济增速为 4.2%，好于 9 月份预测的 3.2%。

路透社：宽松政策的推出面临过一些阻力。12 月 10 日，路透社援引消息人士的话说，将 PEPP 延长九个月是妥协的结果，一种观点支持仅延长六个月，另一种观点则支持延长一年。此外，欧央行决策者在资产购买的规模和向银行提供补贴贷款的条款上发生了分歧，在欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）出面干预下才达成统一意见。

路透社：加码宽松是一笔来之不易的交易。12 月 11 日，路透社援引消息人士的话说，加码宽松的政策是一项艰难的妥协，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）与鹰派的斗争才刚开始。

欧央行延长派息限制，但放宽限制要求。12 月 15 日，欧央行发布声明称，延长派息限制至 2021 年 9 月，但同时放宽了部分限制，在资本充裕的情况下，银行可动用 2019-2020 年累计盈利的 15%用作派息或回购股份。

芬兰央行行长（偏鸽）称 PEPP 额度的增加是上限而非目标。12 月 15 日，雷恩（Olli Rehn）接受采访时称，新的债券购买量是上限，而非目标，实施 PEPP 是为了确保有利的融资条件，应当考虑到市场因素。

欧央行理事（中间派）称高度的信任对于稳定通胀预期至关重要。12 月 16 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在演讲中说，稳定的通胀预期能够确保通胀的短期偏差不影响工资和价格的决策，这种机制可以自我强化，因为实现政策授权可能反过来加强公众对欧央行的信任。

德国央行行长（偏鹰）强调了 PEPP 额度增加的风险。12 月 17 日，魏德曼（Jens Weidmann）在演讲中称，欧央行有必要采取货币政策以达成通胀目标，但资产购买规模不应过大，否则将导致欧央行在获得市场支配地位的同时，又要消除政府债券风险溢价的差异。

欧央行理事（偏鸽）称必要时愿意扩大 PEPP。12 月 17 日，帕内塔（Fabio Panetta）在演讲中称，如果通胀前景允许，可以进一步扩大和延长 PEPP 的范围和期限；如果经济前景出现下行风险，或汇率变动带来风险，欧央行将随时准备调整政策工具。

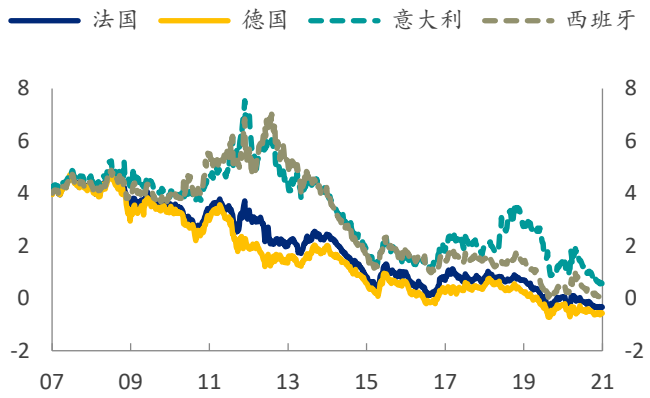
欧央行官员称已做好准备降低坏账水平。12 月 30 日，欧央行监事会主席恩里亚（Andrea Enria）接受采访时称，在欧央行监管的 113 家银行中，只有 21 家能预测出 2021 年底时各自的坏账水平。他表示，欧央行已准备好“使用大棒”让银行提高坏账拨备，并降低因新冠疫情而导致的坏账水平。

图表 32: 2020 年 12 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					密切关注欧元升值对通胀的影响
雷恩 Olli Rehn	芬兰央行行长	偏鸽		PEPP 额度的增加是上限而非目标		
莱恩 Philip Lane	欧央行首席经济学家	偏鸽		将不只着眼于 PEPP 和 TLTROs		低通胀将带来负面影响
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行理事	偏鸽		必要时愿意扩大 PEPP		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行理事	中间派				高度的信任对于稳定通胀预期至关重要
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利央行行长	偏鹰	2021 年中旬开始持续复苏	淡化了出台额外的大规模刺激措施的可能性		
魏德曼 Jens Weidmann	德国央行行长	偏鹰		强调 PEPP 额度增加的风险		

资料来源：浦银国际

图表 33: 欧元区 10 年期国债收益率（%）



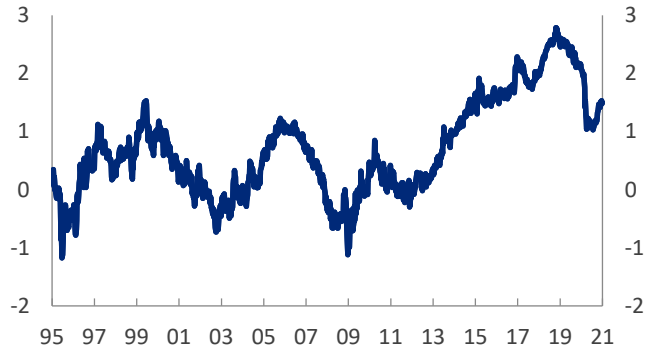
资料来源：Factset，浦银国际

图表 34: 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 35: 美德 10 年期国债利差



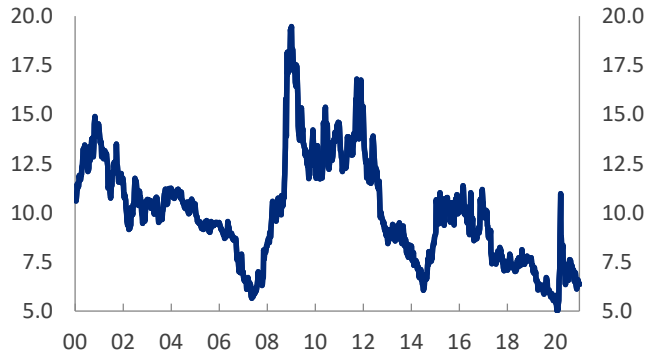
资料来源：Factset，浦银国际

图表 36: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 37: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 38: 欧元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

日本央行：未来将跟随美欧央行对货币政策框架进行微调



BANK OF JAPAN

- **点评**

受二次疫情的拖累，日本经济复苏趋缓。为了缓解疫情对经济的冲击，日本政府于 12 月 8 日推出了第三轮大规模经济刺激计划，总规模达到了 73.6 万亿日元。日本央行也做出了步调一致的行动，将紧急融资计划延长 6 个月。对于通胀，日本央行也释放出调整的信号，将跟随美联储和欧央行的做法，寻找实现 2%通胀目标的更有效方式。但日本央行行长黑田东彦也强调此次评估更多的是对市场操作和资产购买的**微调**，而不是对收益率曲线控制政策的全面调整。

- **展望未来：**

12 月的货币政策会议显示，日本央行有意调整市场操作和资产购买。随着新冠疫苗的持续进展，日本央行将相应做出政策微调。展望未来，日本央行很有可能等待欧央行关于通胀的新货币政策框架推出后，有针对性地协同欧美框架对其货币政策框架进行微调。

● 动态追踪



日本央行成为日本最大股东。12 月 6 日，彭博社援引 NLI 研究所的估计，由于大量购买 ETF 和随后的估值收益，日本央行已成为日本股市最大的持有者。截至 2020 年 9 月底，日本央行持仓 45.1 兆日元（约合 4,340 亿美元），首次超过政府养老金投资基金的持仓（44.8 兆日元）。

日本央行向财政部购买 60 亿美元。12 月 16 日，日本央行宣布从财政部（外汇基金特别账户）购买 60 亿美元现金，以便顺利执行与外汇相关的业务，交易将在 2021 年 3 月底前的营业日按当日的市场汇率交易。路透社指出，这将是日本央行首次从财政部直接买入美元，突显出日本央行对美元融资紧张的谨慎态度。

日本央行将研究更有效的方法解决通胀难题。12 月 18 日，日本央行 12 月货币政策声明显示，将追随美联储和欧央行的做法，寻找实现 2%通胀目标的更有效方式。日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）表示，此次评估更多的是对市场操作和资产购买的微调，而不是对收益率曲线控制政策的全面调整（路透社）。

日本央行延长紧急融资计划。12 月 18 日，日本央行决定，将紧急融资计划（Emergency Funding Program）的期限延长 6 个月至 2021 年 9 月（SPDBI 注：此举与日本政府推出新的财政刺激方案以加快经济复苏步伐的举措步调一致）。

图表 39: 日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 40: 美日 10 年期国债利差



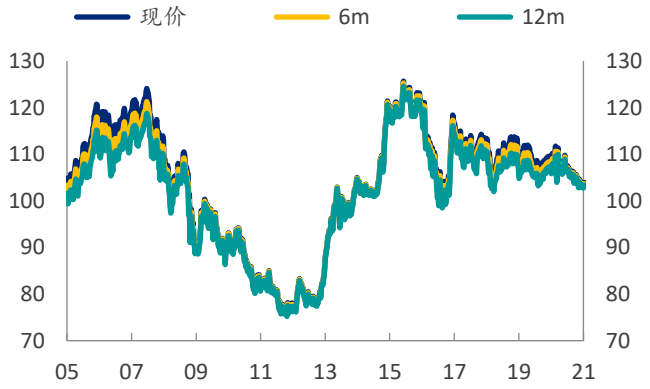
资料来源：Factset，浦银国际

图表 41: 1 年期日元隐含波动率（%）



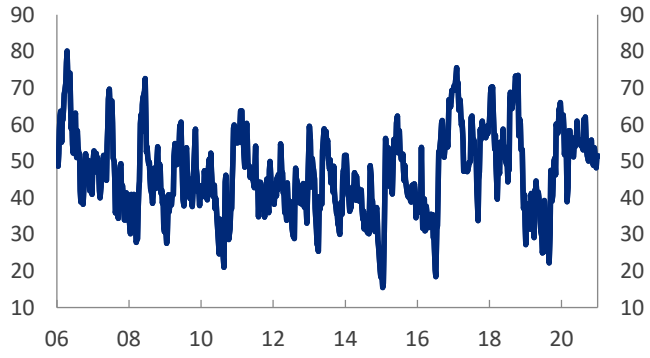
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 42: 日元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 43: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源：Factset，浦银国际

其他央行：多数维持宽松

- **点评**

随着多款新冠疫苗的成功研发，各国对疫情的乐观情绪逐渐上升。虽然疫情对经济的负面影响依旧存在，但全球央行加码宽松的压力有所减少。12 月，各国央行基本都选择了维持目前的宽松政策，静待疫苗的后续进展：

- **英国央行**维持 0.1%的利率水平和 QE 规模，对 2021 年的经济复苏持乐观态度。
- **挪威央行**维持 0%的利率水平，并预计 2022 年中旬开始加息。
- **瑞士央行**维持 0.75%的利率水平，并表示必要时将干预瑞士法郎的升值、保证通胀预期。
- **加拿大央行**维持 0.25%利率水平和 QE 规模，重申利率将保持至经济好转。
- **澳洲央行**维持 0.1%利率水平和 QE 规模，预计经济复苏好于预期，但仍将是不均衡且漫长的。
- **新西兰央行**开始研究再对抵押贷款实施限制，应对高杠杆借款的增加而导致的金融稳定风险。

- **展望未来：**

当前全球央行最大的关注点仍是疫情，疫苗能否在各自国家带来显著性的效果将影响央行的后续动作。随着经济的持续复苏，各国央行将相应地调整货币政策，而非常规货币工具的调整和退出将成为 2021 年的主要关注点。

● 动态追踪

• 英国央行

英国央行首席经济学家称 QE 体量过大威胁央行的独立性。11 月 28 日，霍尔丹（Andy Haldane）接受采访时称，资产负债表扩张模糊了货币政策和财政政策之间的区别，资产负债表在过去十年的异常扩张对货币政策的独立性构成了挑战。

英国央行货币政策委员称经济尚未走出困境。12 月 4 日，桑德斯（Michael Saunders）在演讲中称，如需更多的货币政策支持，降息和 QE 可能是最好的办法，英国经济复苏速度有可能快于预期。

英国央行货币政策委员称各国央行必须继续向经济提供支持。12 月 4 日，邓雷罗（Silvana Tenreyro）接受采访时称，新冠疫苗的研发表明疫情的冲击可以被缓解，各国央行应继续向经济提供支持。她表示，支持 11 月份英国央行所采取的扩大 QE 的决定。

英国央行首席经济学家称全国性的消费热潮可以帮助经济复苏。12 月 7 日，霍尔丹（Andy Haldane）接受采访时称，疫情导致的封锁使得储蓄率上升明显，4 至 6 月的储蓄率上升达到 29%，是 27 年前历史最高纪录（14.4%）的两倍多，这导致潜在的巨大需求将被释放，圣诞节期间的消费热潮将帮助经济更快地复苏。

英国央行：反周期资本缓冲利率在 2021 年底之前将维持在 0%。12 月 11 日，英国央行发布报告称，维持反周期资本缓冲利率在 0%的水平直至 2021 年底；银行业足够强大，可以在困难时期继续支持家庭和企业，英国央行预计将动用所有必要的资本缓冲来支持经济。

英国央行维持政策利率和 QE 规模。12 月 17 日，英国央行发布 12 月货币政策会议纪要，维持 0.1%的政策利率以及 8,950 亿英镑的 QE 目标。报告重申了目前的不确定性，但强调新冠疫苗的成功研发降低了经济下行的风险。此外，英国央行预计第四季度 GDP 将出现萎缩，但 2021 年将出现反弹。

英国央行首席经济学家称需警惕高通胀。12 月 24 日，霍尔丹（Andy Haldane）接受采访时称，当新冠危机缓和时，英国央行必须“高度关注”通胀预期。他警告称，持续的高通胀可能导致政府的借贷成本上升，从而危及经济复苏。

• 挪威央行

挪威央行维持政策利率不变，预计 2022 年中旬加息。12 月 17 日，挪威央行发布货币政策声明称，维持 0%的政策利率不变，预测显示 2021 年的政策利率将维持在当前水平。挪威央行表示，随着经济活

动接近正常水平，2022 年中旬可能会开始加息，早于此前的预测。

- **瑞士央行**

瑞士央行维持政策利率不变。12 月 17 日，瑞士央行发布货币政策声明称，将维持 0.75%的政策利率不变；由于瑞士法郎升值明显，瑞士央行在必要时将继续活跃于外汇市场。瑞士央行预计，2021 年经济增长率在 2.5%至 3%之间，通胀率为 0%。瑞士央行认为，其扩张性的货币政策提供了有利的融资条件，也抵消了瑞士法郎的上行压力；此外，货币政策有助于向经济提供适当的信贷和流动性。

- **加拿大央行**

加拿大央行维持政策利率和 QE 政策不变。12 月 9 日，加拿大央行维持 0.25%的政策利率不变，并表示将维持目前的 QE，以平衡新冠疫情风险和对疫苗的乐观情绪。加拿大央行重申，利率将保持在有效下限，直到渡过经济疲软时期（路透社）。

加拿大央行副行长称，退出 QE 与通胀目标有关。12 月 10 日，伯德里（Paul Beaudry）在演讲中讨论了 QE 政策在实现 2%通胀目标中的作用，并表示当前的 QE 规模是合适的。他表示，QE 计划的退出策略与通胀目标相关。

- **澳洲央行**

澳洲央行维持货币政策不变。12 月 1 日，澳洲央行发布 12 月政策声明指出，澳洲经济的复苏好于预期，但仍将是不均衡且漫长的；经济复苏仍依赖于财政和货币政策的持续支持；考虑到就业和通胀前景的变化，澳洲央行将维持目前的 QE 规模及 0.1%的政策利率。

澳洲央行：经济复苏向好，但仍需货币和财政支持。12 月 1 日，澳洲央行发布的 12 月货币政策会议纪要显示，澳洲经济增长势头良好，但预计经济复苏仍将不均衡、失业人数下降至目标水准还需数年，因此需要货币和财政政策的共同支持。澳洲央行将继续审查 QE 规模，并在必要时采取更多措施。

澳洲央行行长称，经济好于预期。12 月 2 日，洛伊（Philip Lowe）在演讲中表示，第三和第四季度的 GDP 增长向好，最近新冠疫苗的进展也对经济复苏带来正面影响。他强调，澳洲央行对扩大 QE 持开放态度，是否扩大 QE 也受其他央行的影响。

- **新西兰央行**

新西兰央行：经济前景仍然高度不确定。12 月 5 日，新西兰央行在报告中指出，经济前景仍然高度不确定，公共卫生和经济的风险趋于下行，这可能会限制消费者、投资者和企业的活动，同时影响通胀和

总体经济活动。新西兰央行还指出，政策利率处于历史低点，限制了传统货币政策工具的效力，但在当前环境下，非常规货币政策工具的有效性仍不确定。

新西兰央行：将研究再对抵押贷款实施限制。12 月 8 日，新西兰央行发布征求意见，研究是否要对银行发放的“高风险贷款”规模重新实施限制，即对高风险贷款重新实施贷款价值比（Loan-to-Value Ratio，LVR）限制举措，以应对高杠杆借款的增加而导致的金融稳定风险。

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。

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。

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的财务权益或持有股份。
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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	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