浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

SPDBI 全球央行观察

- **全球央行：**6 月全球央行没有大的政策动向，本月进行降息的央行数量也较 4、5 月进一步减少。各国央行仍将维持宽松但政策已明显分化，美联储按兵不动，英国央行、澳洲央行、瑞典央行考虑扩大 QE，中国央行则继续结构性宽松支持中小企业融资。

- **美联储：**6 月美联储未有大的政策动向。虽然美国经济已触底回升，但是美联储对于前景较为谨慎，强调了当前居民、企业部门资产负债表的脆弱度以及诸多潜在不确定性，这也从侧面预示了美联储不会过早考虑退出宽松。虽然美联储官员对于收益率曲线控制的可操作性表示怀疑，但从宽松可持续性的角度而言，美联储是有可能落实收益率曲线控制的，进而实现不扩表或者慢扩表的情况下维持低利率。

- **中国人民银行：**6 月人民银行依然延续先前的政策路径，结构性宽松为主。除使用 4000 亿元人民币的特别再贷款配额从地方银行购买小微企业的信用贷，为支企业融资，央行还将再贷款、再贴现率等下调 25 个基点，为 10 年来首次调整再贴现利率。与此同时，央行也在强调防风险，警惕房地产过热和政策后遗症等情况。

- **欧洲央行：**欧央行 6 月有两项政策动向变化：第一，扩大了“紧急资产购买计划”（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）的资产规模，并将该计划延长至 2021 年 6 月；第二，讨论设立坏账银行以解决长期的不良债务问题。此外，与德国联邦宪法法院持续 2 个月之久的争议出现转机。欧央行长期关注通胀低迷，通胀的长期低迷很可能令欧央行的宽松政策持续较长时间。

- **日本央行：**日本央行在 6 月未有重大政策动向，延续其一贯的宽松态度，明确表示未来两年都不会进行加息。

2020 年

7 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

2020 年 7 月 9 日

相关报告：

《浦银国际研究：投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》（2020 年 6 月 4 日）

本研究报告由浦银国际控股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 3

总结 4

美联储 6

点评 6

动态追踪 8

中国人民银行 13

点评 13

动态追踪 14

欧洲央行 18

点评 18

动态追踪 20

日本央行 24

点评 24

动态追踪 25

其他央行 27

点评 27

动态追踪 28

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

随着全球新冠疫情的蔓延，2020 年 4-5 月，全球央行都推出了史无前例的货币政策宽松手段，其力度、广度、速度等堪比甚至远超金融危机时期。2020 年 6 月：

- **新兴市场央行继续行动：**初步统计 6 月全球至少有 23 个（5 月 26 个）央行进行降息，但降息的央行数量较 5 月有所缩减，且降息的央行绝大部分为新兴市场国家。

- **6 月全球资本市场继续修复：**债市收益率全线回落，在岸与离岸美元的流动性也得到了极大改善，海外央行美元互换需求下降。

- **6 月全球央行继续扩表：**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，扩表速度堪比 2008 年。截至 6 月 30 日，美联储资产负债表总规模回落至 7.01 万亿美元，为 2 月以来首见，也创下金融危机以来最大规模的下滑。

总结

随着资本市场企稳，各国在度过了最为艰难的二季度后，6 月各国央行普遍认为复苏路径仍然具有高度不确定性，至少未来 2 年都将维持宽松：

- **美联储** 6 月点阵图显示，美联储将维持当前的利率水平至少至 2022 年年底。
- **欧央行** PEPP 资产购买到期收益的再投资至少延长至 2022 年年底，欧央行对 2022 年欧元区核心通胀率预测远低于 2%的目标值，这都预示着欧央行的加息时间可能远远晚于 2022 年。
- **日本央行**预计到 2022 年都不会加息。
- **瑞典央行** QE 延长至 2021 年中期。

政策力度分化：

- **美联储按兵不动。**美联储没有进一步加码宽松，甚至还因海外美元荒缓解，海外央行美元互换需求下降令其资产负债表规模出现下降。
- **欧洲诸多央行加码宽松。**欧央行、英国央行、瑞典央行都在 6 月加码宽松，扩大 QE 规模。
- **中国继续扩大结构性宽松。**通过从地方银行购买小微企业信用贷、降低再贷款、再贴现率支持中小企业融资。

市场的关注点出现分化：

- **美联储有可能实现收益率曲线控制。**虽然实际操作层面需要有诸多考量，但从宽松的可持续性而言，美联储很有可能进行收益率曲线控制，这样可以实现央行不进行资产负债表扩张的情况下也能维持低利率持续存在。
- **欧元区可能长期陷入通胀低迷，**欧央行短期应对疫情的 PEPP、中长期提振经济的 QE 与负利率着眼点都是提振通胀，只要通胀长期低迷，欧元区很可能会持续宽松。

总而言之，6 月的全球央行动向反映了各国政策分化的趋势日益明显，这一分化趋势也符合我们在《浦银国际研究：投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》此报告中的研究发现。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数（%）



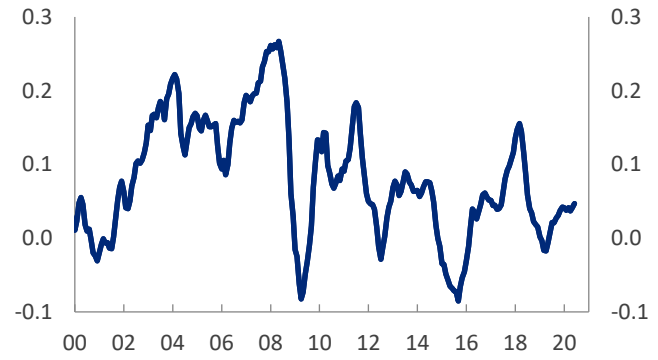
资料来源：Factset，浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数（%）



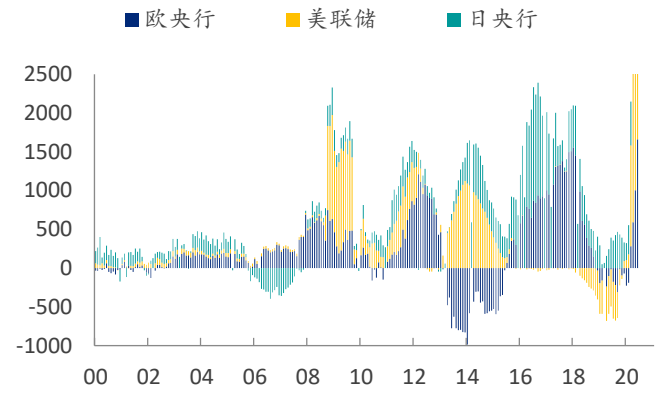
资料来源：Factset，浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数



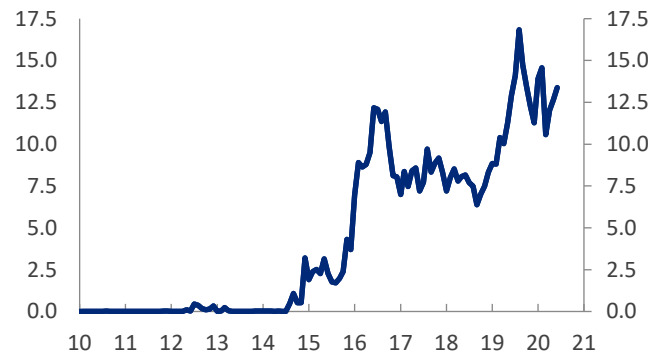
资料来源：Factset，浦银国际

图表 4: 全球央行资产年度增量（十亿美元）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 4: 全球负利率债券市值（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5: 全球主权债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

美联储



● 点评

6 月美联储未有大的政策变化，美联储的资产负债表规模有所下降，最主要原因是海外美元荒情况大幅缓解，美联储向海外央行提供的美元互换额度大幅下降，加上资本市场情况缓解，购债速度放缓。目前市场的关注点逐步转移至更长远的货币政策执行上。

美联储对于前景的谨慎：

美联储在向国会提交的报告中强调了居民、企业部门资产负债表的脆弱度，同时强调了疫情控制的高度不确定性、企业破产潮、消费和就业市场需求不振、地方财政压力等，同时也提及了疫情冲击导致的贸易中断令全球供应链重新进行配置的成本问题。

美联储众多官员对于复苏路径也依然是较为谨慎，多数官员都认为美国经济需要较长时间才能恢复，复苏可能比预期的更慢，旧金山联储主席戴利（Mary Daly，无投票权）甚至认为即使按照最乐观的假设，失业率 4、5 年内都不会回到危机前的水平。

美联储官员对于风险的警惕、对复苏路径的谨慎态度，其实也**从侧面佐证了美联储宽松货币政策不会过早退出**。

是否会实施收益率控制：

据彭博调查，目前市场上超过一半的经济学家认为美联储联邦公开市场委员会（FOMC）可能会转向控制 2 年期至 5 年期的国债收益率曲线，但 6 月的美联储 FOMC 会议纪要显示几乎所有与会者都对收益率曲线控制的可行性持怀疑态度。

收益率曲线控制 vs. QE 的最大区别在于，前者重视“价”（即债券利率水平），后者重视“量”（央行对债券的购入金额）。参考日本央行实施收益率曲线控制的经验可以发现，一旦市场接受了央行不惜一切代价锚定某个利率水平（等效于央行承诺兜底某期限的国债价格），那么央行可以在不出手买入的情况下就令市场在合意价格水平交易。收益率曲线的好处在于，央行可以在不进行扩表的情况下就控制短、长端利率水平，令资产负债表更具有可持续性。

- **展望未来**

由于资本市场企稳大幅反弹，美联储的扩表速率下降也自然是应有之义。但基于美联储对于稳经济、防风险的角度来看，未来依然将维持宽松，目前考虑退出宽松政策实在是过早。

虽然美联储官员对于收益率曲线控制的可行性存有明显质疑，但考虑到美联储的资产负债表规模极高，而利率也必须要长期维持低位以促进需求复苏、维持居民、企业、政府部门债务可持续性，综合权衡来看，**美联储未来很有可能转向收益率曲线控制，以实现慢扩表甚至是不扩表的情况下维持长期低利率水平。**

● 动态追踪

美联储论文强调负利率重要性。6 月 2 日，圣路易斯联储的论文称美联储政策制定者有必要考虑负利率以使美国经济恢复健康。（CNBC）

美联储 2020 年 6 月份经济预测摘要，对未来两年持乐观态度。6 月 10 日，美联储发布了经济预测摘要，对未来的 GDP 变化、失业率、个人消费支出、核心个人消费支出、以及联邦基金利率作出如下预测：

图表 6：美联储经济预测摘要

中位数（百分比）	2020	2021	2022	长期
实际 GDP 变化	-6.5	5.0	3.5	1.8
失业率	9.3	6.5	5.5	4.1
个人消费支出	0.8	1.6	1.7	2.0
核心个人消费支出	1.0	1.5	1.7	-
联邦基金利率	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源：美联储，浦银国际

美联储维持政策措施不变，符合市场预期。6 月 10 日发布的 6 月份的 FOMC 政策声明指出，美联储将在未来几个月内至少以目前的速度增加其持有的美国国债和机构证券的数量，以维持市场平稳运行。纽约联储同日发表声明称，将继续购买每月 800 亿美元国债和 400 亿美元的抵押担保证券。

美联储对长期维持低利率和收益率曲线控制持谨慎态度。6 月 10 日的 FOMC 会议纪要显示，几乎所有委员都对收益率曲线控制的**可行性持怀疑态度**。一些委员表示，他们认为长期低利率可能会对金融稳定构成重大风险，尽管模拟数据表明，为了从当前的经济衰退中脱身，政策必须在未来几年保持宽松。

美联储仍在评估收益率曲线控制。6 月 11 日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell，有投票权）认为“主街贷款计划”（Main Street Lending Program）应尽快启动。关于收益率曲线的控制，鲍威尔说，这仍然是一个悬而未决的问题，美联储将继续评估其**有效性**（路透社）。

美联储半年度货币政策报告列举一系列阻碍经济复苏的风险。6 月 12 日，美联储向国会提交的报告，由于新冠疫情对经济活动造成冲击，美联储预计居民和企业资产负债表都将遭受“持续的脆弱性”。美联储还列举了一系列风险，比如控疫、二次感染的不确定性；可能出现的企业破产潮；就业市场需求复苏不确定以及工资潜在下行压力；地方政府财政重大压力；以及全球供应链重新配置的高昂成本等。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）认为收益率曲线控制可能会扭曲国债市场。6 月 15 日，卡普兰（Robert Kaplan）表示愿意讨论收益率曲线控制，但这可能会扭曲美国国债市场（华尔街日报）。

美联储主席就半年度货币政策向国会汇报，尚未就收益曲线控制作出决定。6 月 17 日，鲍威尔（Jerome Powell）警告说，复苏的时间和力度存在重大不确定性，除非公众确信可以遏制新冠病毒，否则经济不可能全面复苏。他还表示，**尚未就收益率曲线控制做出任何决定**，并再次表示美联储**未考虑加息**。鲍威尔本周告诉国会，如果市场功能继续改善，美联储将很乐意放慢甚至停止购买，但如果经济走低，则可能增加购买。鲍威尔重申，美联储和国会都需要这样做。他还说，经济刚刚开始复苏，正处于一个关键阶段，此时的支撑是合适的。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰派）认为货币政策将较长时间维持宽松。6 月 18 日，梅斯特（Loretta Mester）表示，美国经济可能需要很长时间才能从新冠疫情冲击中恢复，货币政策将需维持宽松以支持经济复苏。她认为，**将利率维持在 0%直至 2022 年**是合适的举措（路透社）。

美联储官员认为收益率曲线控制可减少干预市场。6 月 23 日，关于美联储是否应该采用收益率曲线控制的方法帮助实现充分就业和 2%通胀目标，纽约联储的两名高级官员表示，收益率曲线控制帮助日本央行设定了长期利率，减少了干预市场的需要，尽管该工具在提振通胀方面尚未证明有效（路透社）。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽派）认为收益率曲线控制无法在零利率水平实施。6 月 23 日，布拉德（James Bullard）表示，市场正在以接近零利率定价，这意味着**收益率曲线控制可能行不通**，也可能是不必要的。

波斯顿联储主席（无投票权，偏鹰派）认为下半年经济增长较困难。6 月 23 日，罗森格伦（Eric Rosengren）表示，短期和长期的融资利率都必须保持较低水平，下半年的经济增长可能比预期的要困难（雅虎金融）。

美联储限制银行发放股息，禁止在压力测试后进行回购。6 月 25 日，《华尔街日报》报道，美联储的年度压力测试表明，长期的经济下滑可能会给美国最大的银行造成 7000 亿美元的损失，因此要求银行限制发放股息并暂停股票回购以维持资金。但是，美联储理事布雷纳德（Lael Brainard）在一份声明中说，她认为应该阻止分红，不支持给银行开绿灯以减少资本金，这增加了他们在经济复苏期间需要收紧信贷或重建资本的风险。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）认为负利率不可行。6 月 25 日，卡普兰（Dallas Kaplan）表示，负利率在美国行不通，美联储应注意不要在货币政策上走太远。此外，他再次警告了政府债务水平上升的问题（路透社）。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽派）认为美国经济到 2022 年才能恢复至疫情前水平。6 月 25 日，埃文斯（Charles Evans）预计，美国经济要到 2022 年底才能恢复疫情前水平，且部分经济增长受疫情影响将永久丧失。

美联储多位官员表示，美国经济复苏可能比预期更慢，需进一步财政和货币政策支持。6 月 25 日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权，偏鹰派）表示，疫情持续蔓延可能阻碍复苏，需更多财政和货币支持。美联储副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权，偏鸽派）表示，美联储远未实现通胀和就业最大化的目标，在支持经济方面还可做更多。圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，无投票权，偏鸽派）表示，新冠疫情导致的经济危机至暗时期可能在 4 月份已过，但美国经济尚未完全明朗。克利夫兰联邦储备银行主席梅斯特（Loretta Mester，有投票权，偏鹰派）表示，美国经济可能要一到两年才能回到疫情前的水平（路透社）。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽派）认为经济复苏可能需要两年。6 月 30 日，威廉姆斯（John Williams）在演讲中提到，预计全面复苏可能需要两年时间，尽管经济前景与病毒传播密不可分。

美联储启动新计划，购买新发行的企业债。6 月 30 日，路透社报道，美联储启动了 5000 亿美元的一级市场公司信贷工具（PMCCF），**将直接向企业购买新发行的公司债。**通过该计划，美联储将支持那些在危机前评级较高、需要资金维持运营的企业。这也是为稳定受疫情冲击金融市场而创立的几项计划中的最后一项。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽派）认为新冠疫情可间接导致金融危机，美联储仍需保持贷款便利。7 月 2 日，布拉德（James Bullard）警告，**新冠疫情引起的破产可能导致金融危机。**这种病毒的不可预测性意味着，即使流动性状况已显著改善，美联储仍应保持其贷款便利（金融时报）。

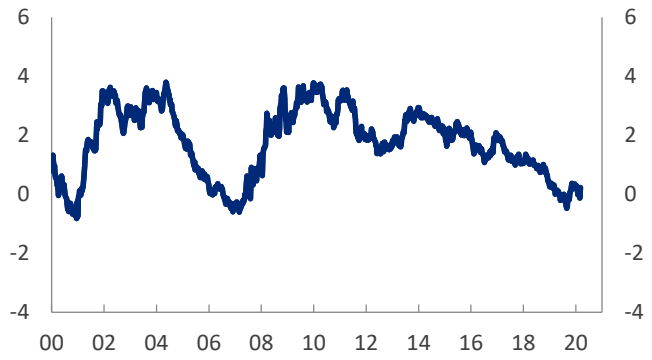
旧金山联储主席（无投票权，中间派）疫情得到控制的前提下，经济复苏将需要四至五年。7 月 3 日，戴利（Mary Daly）接受华盛顿邮报采访，现在判断美国经济复苏力度“为时过早”。经济前景很大程度上取决于是否会再度实施大范围封锁措施。即使按照最乐观的假设，**年底的失业率仍将超过 10%，四、五年内都不会回到危机前的水平。**

图表 7: 美国国债收益率（%）



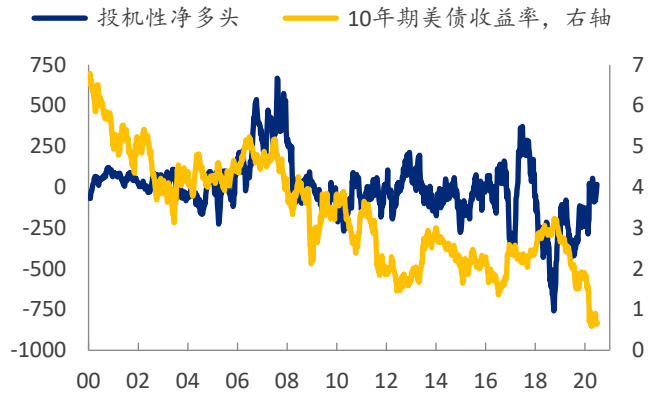
资料来源：Factset，浦银国际

图表 8: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



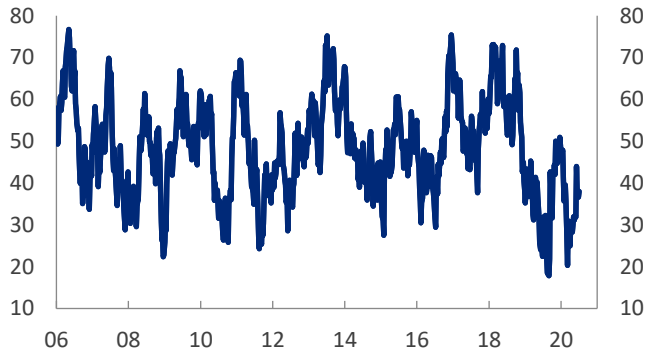
资料来源：Factset，浦银国际

图表 9: 10 年期美债投机性净多头



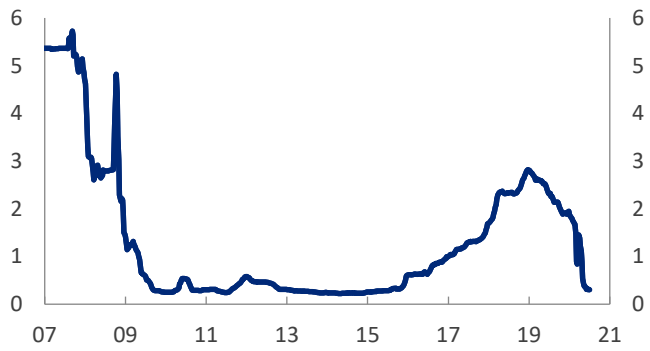
资料来源：Factset，浦银国际

图表 10: 10 年期美债收益率 14 天 RSI



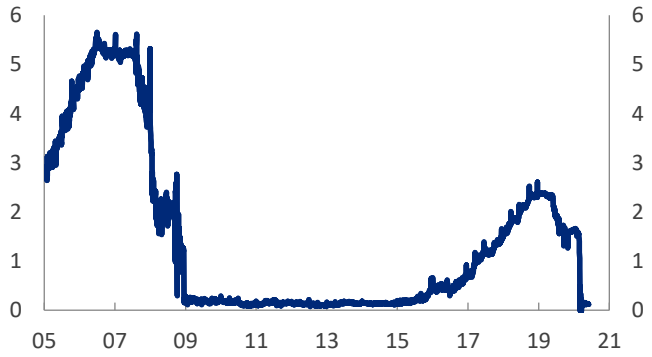
资料来源：Factset，浦银国际

图表 11: 美元 3 月期 LIBOR（%）



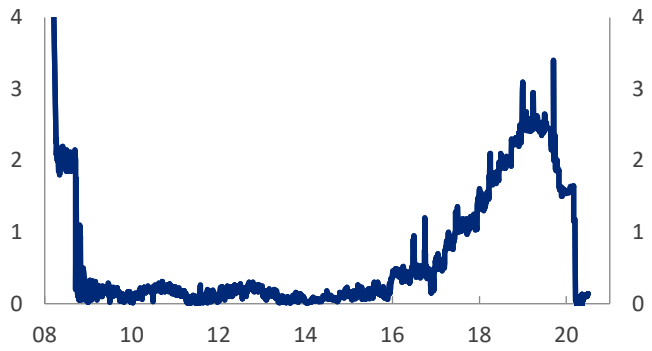
资料来源：Factset，浦银国际

图表 12: 3 月期美债隐含收益率（%）



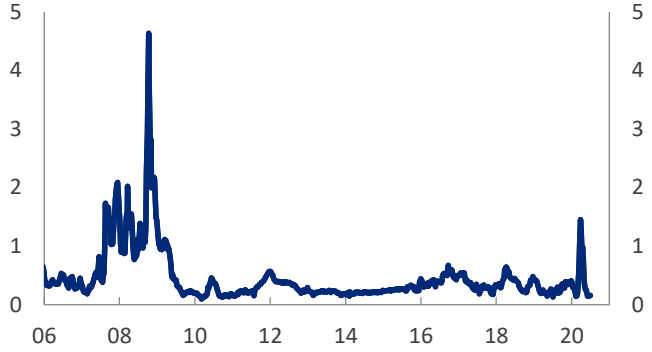
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 13: 美国隔夜回购利率（%）



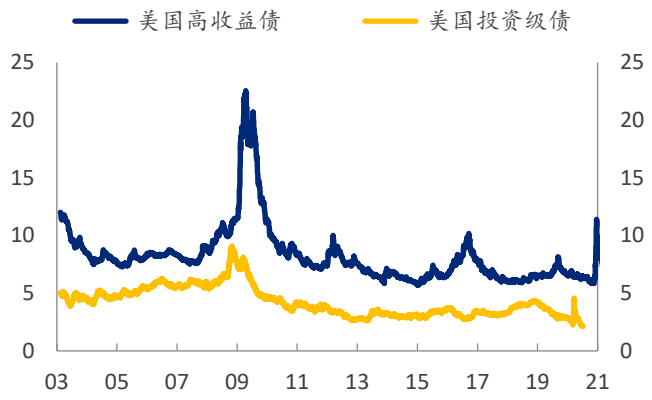
资料来源：Factset，浦银国际

图表 14: 泰德利差（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 15: 美国公司债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 16: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源：Factset，浦银国际

- **点评**

6 月人民银行依然延续先前的政策路径，结构性宽松为主：

- 4000 亿人民币的特别再贷款额从地方银行购买小微企业信用贷，协助降低小微企业融资成本。
- 7 月 1 日，央行将再贷款、再贴现率等下调 25 个基点，为 10 年来首次调整再贴现利率。

与此同时，央行也在通过不同口径释放信号要防风险：

- 人民银行在报告中专门强调“房住不炒”，警惕个别地区房地产过热的情况。
- 央行行长易纲也强调维持充足流动性的同时也提出政策退出、政策后遗症等情况。
- 资深学者余初心发文也提出了债市加杠杆、企业通过票据、贷款、发债融资后，购买结构性存款进行套利等资金空转行为。

- **展望未来：**

6 月未有大的政策变化，整体依然是中性偏宽、结构性宽松为主导。7 月初的再贴现利率虽然为近 10 年来首次下调，但究其原因在于市场利率不断走低，甚至低于再贴现利率，这令各商业银行进行再贴现业务的的动力不足，调低再贴现利率有利于鼓励商业银行的贴票行为，缓解小微企业的融资困境。因此其政策的落脚点依然是支持企业尤其是中小企业融资。

展望未来预计央行政策动向依然将维持中性偏宽的态势，通过各类结构性举措支持企业融资。

● 动态追踪

人民银行将增加对小微企业的融资支持。6 月 2 日，新华社报道，人民银行宣布了新的措施来支持小企业融资，将使用 4000 亿元人民币的特别再贷款配额从地方银行购买小微企业的信用贷。人民银行表示，新的政策工具可以帮助小微企业维持现金流，使其更容易获得贷款并降低融资成本。

人民银行关注房地产市场，坚持“房住不炒”原则。6 月 5 日，人民央行在《区域金融运行报告专题④》中表示，当前仍需警惕个别城市房价上涨较快、房地产市场过热对居民消费的影响；要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

中国将继续提供经济支持，但警告流动性会受影响。6 月 18 日，路透社报道，人民银行行长易纲表示，随着经济从新冠疫情中复苏，中国将在今年下半年维持充足的金融体系流动性，但需要考虑在某个时候撤回该支持。易纲指出，流行病期间政策的后遗症值得关注。他还表示，今年新增人民币贷款可能会达到创纪录的近 20 万亿元，而社会融资总额可能会增加 30 亿元人民币以上。

强化政策性金融在逆周期调节中的作用。6 月 18 日，中国人民银行党委书记郭树清在陆家嘴论坛表示，今年政策性银行安排信贷规模比去年增加近 1 万亿元，新增 1000 多亿元转贷款规模，主要提供给中小银行，特别是互联网银行，缓解小微企业融资难、融资贵的问题。

资深学者：货币政策灵活应对，阶段性特殊政策必然适时退出。6 月 29 日，资深学者余初心再度发文《正确认识应对非常事件的货币政策》。文章指出，随着经济形势逐步向好，对**预防刺激政策“后遗症”和防范金融风险**提出了新要求。文章还指出，针对突发事件推出的特殊政策有其阶段性，不可能长期持续存在，必然存在适时退出的一刻。

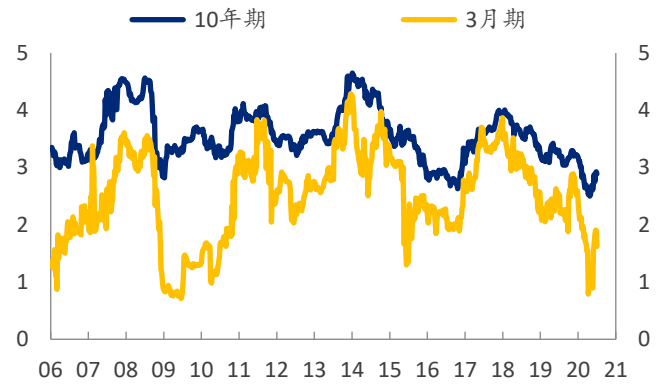
再贴现利率近 10 年来首次调整。7 月 1 日，人民银行发表公告，即日起下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25%，调整后，三个月、六个月和一年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25%至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5%，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

加大宏观政策调节力度，提高政策“直达性”。7 月 1 日，人民银行召开第二季度例会指出，要有效使用结构性货币政策工具，提高政策的“直达性”；要创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。

允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。7 月 1 日，国务院常务会议决定着眼增强金融服务中小微企业能力，**允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。**会议决定，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。

M2/GDP 与金融结构和经济效率的关系。7 月 1 日，人民银行最新工作论文称，M2/GDP 是多因素共同作用的结果，以金融发展来解释 M2/GDP 的变化仍不全面，需要综合考虑经济效率、融资结构等因素。以间接融资为主的经济体 M2/GDP 水平更高，这能够充分解释中日等间接融资为主的国家 M2/GDP 水平较高的现象。随着我国经济由高速增长转向高质量发展，由投资驱动转向消费驱动，经济将更趋于“轻型”，消费、服务、技术进步的贡献逐步上升，未来我国 M2/GDP 也将趋向收敛。随着货币数量作为中间目标的可测性、可控性及与产出物价等最终目标相关性明显下降，应保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，健全基准利率和市场化利率体系，稳妥推进利率并轨，完善货币政策工具体系，畅通货币政策利率传导机制，顺利实现货币政策调控方式由数量型向价格型转型。

图表 17：中国国债收益率（%）



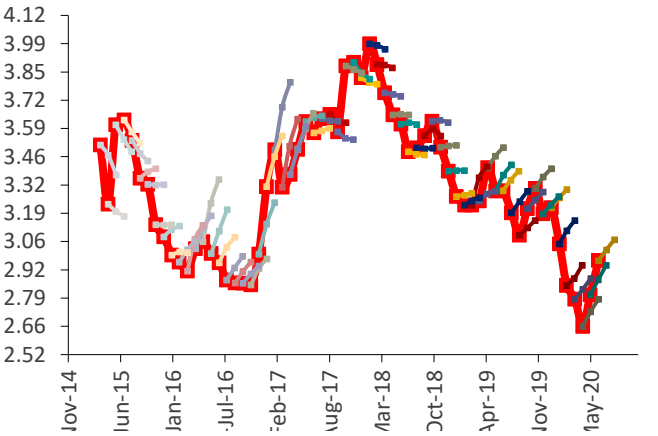
资料来源：Factset，浦银国际

图表 18：中国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



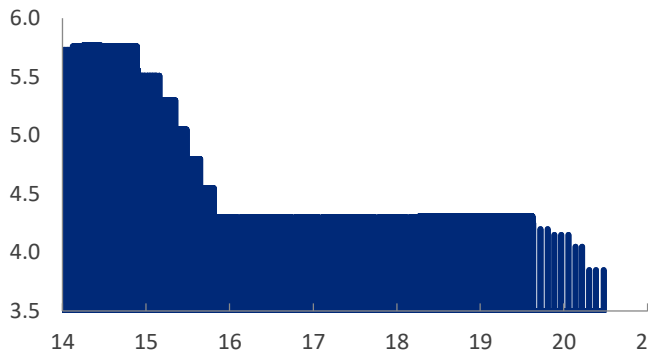
资料来源：Factset，浦银国际

图表 19：中国 10 年期国债远期（%）



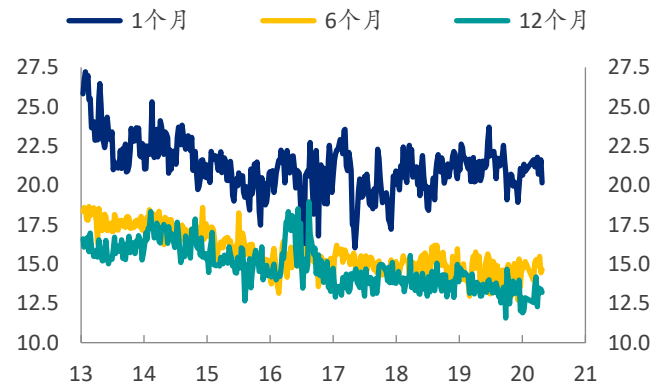
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 20： 1 年期 LPR 利率（%）



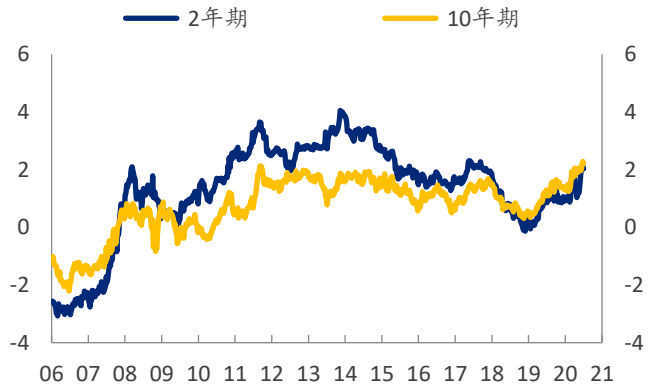
资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：温州民间融资综合利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 22：中美国债利差



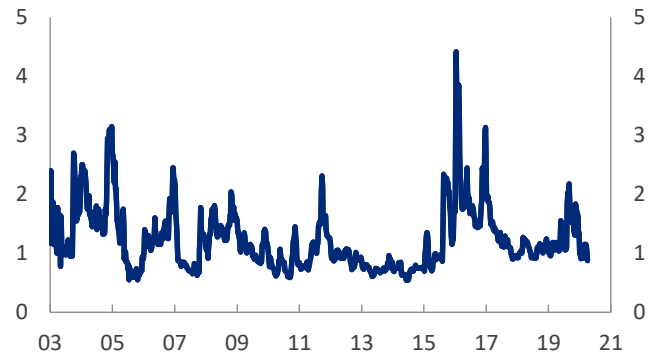
资料来源：Factset，浦银国际

图表 23: 1 年期人民币隐含波动率（%）



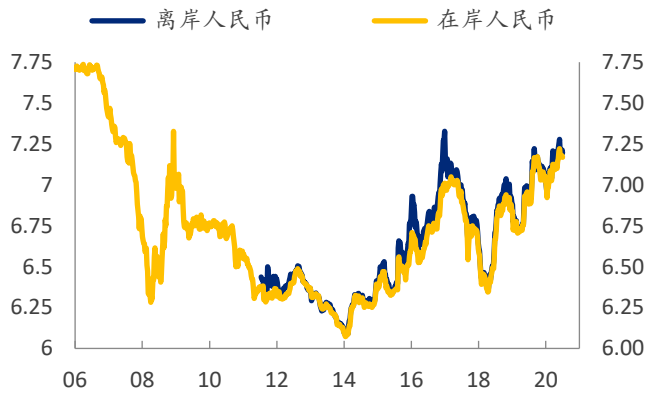
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 24: 1 年期港币隐含波动率（%）



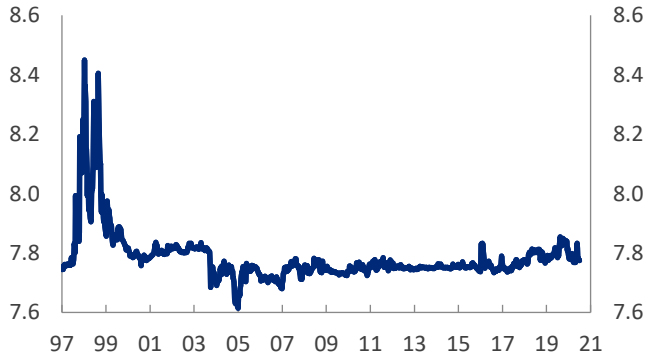
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25: 人民币一年期远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 26: 港币一年期远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 27: 中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 28: 中资美元债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

欧洲央行

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

6 月欧央行的主要政策动向包括：

- **扩大因疫情而推出的 PEPP 资产购买规模**至 1.35 万亿欧元（1.51 亿美元），将该计划延长至 2021 年 6 月，并宣布将其到期收益的再投资至少延长至 2022 年年底。
- **可能设立坏账银行**以解决长期的不良债务问题，但坏账银行的设立各国争论持久，预计即使设立也将是漫长而缓慢的。
- 德国法院关于欧央行的 QE 是否违宪问题有缓和的趋势，德国联邦宪法法院法官胡贝尔支持宪法法院不再介入，德国议会也投票支持欧央行的 QE 行动。

整体来看，不论是坏账银行的问题还是德国法院与欧央行之争，背后仍然是反映了根植于欧元区的根本矛盾——货币一体化，但财政、政治却并未一体化。这个天然缺陷令欧元区先天发育不良。根据欧央行的政策动向、政策制定者的评论，我们可以发现：

关于经济复苏路径：

众多欧元区官员都认为欧元区经济最坏的时刻已经过去，例如欧央行首席经济学家莱恩（Philip Lane）认为二季度肯定是“经济最差的底部”，但未来的复苏路径渐进而漫长，例如爱尔兰央行行长马赫卢夫（Gabriel Makhlouf）认为欧元区经济最早也要到 2022 年才能恢复到疫情暴发前的规模。

关于宽松政策的可持续性：

宽松政策可持续性的最核心变量就是通胀水平的高低。欧央行在加码因疫情而推出的 PEPP 的重要原因就是疫情加剧了通缩，西班牙央行行长科斯（Pablo Hernández de Cos）也认为疫情本质上是“通缩”。在提及宽松政策时，欧央行视角仍然是基于通胀而展开的。

关于何时退出宽松政策，莱恩（Philip Lane）分类展开：

- 当疫情危机阶段结束后，欧央行可以渐进退出 PEPP；
- 只有当通胀水平稳步收敛至目标通胀率，欧央行才会渐进退出 QE 与负利率。

因此，未来需要密切留意通胀情况，这将直接关系到央行宽松政策的可持续度。

- **展望未来：**

由于众多结构性因素压低通胀水平，**全球低通胀仍将持续，而欧洲增长乏力则进一步加剧了长期通胀低迷的局势，这也将令央行的宽松政策可能持续较长时间。**

欧央行可能仍将陷入各类内部纷争，考虑到欧元区设置机制的内在不稳定性，欧央行令人尴尬而危险的货币政策尝试，加之欧元区经济内生韧性弱于美国，欧元区的复苏之路预计将更为漫长。相比美国，欧元区的货币政策将在更长时间内保持宽松。我们再次提醒投资人需要对欧元区继续保持警惕，提防其银行体系、欧元区成员国因疫情冲击出现信用风险，进而冲击全球资本市场。

● 动态追踪

欧央行扩大量化宽松政策。在 6 月 4 日的政策会议上，欧央行将 PEPP 的总额增加至 1.35 万亿欧元（1.51 亿美元），并将其延长至 2021 年 6 月，到期收益的再投资至少延长至 2022 年底。此外，通胀压力是欧央行披露的另一信息，最新宏观预测显示欧元区核心通胀率在 2022 年将远低于 2%的目标。欧央行预测，欧元区 GDP 在 2020 年将下降 8.7%，并在接下来的两年反弹至增长 5.2%和 3.3%的水平。

欧央行首席经济学家（偏鸽派）称扩大 PEPP 是合适的应对。6 月 5 日，莱恩（Philip Lane）演讲称，扩大 PEPP 是对经济和通胀前景大幅下调以及金融状况显着恶化的适当应对。他补充说，一旦新冠疫情冲击得到有效控制，**欧央行的重点将回到中期实现通胀的基本目标上。**

西班牙央行行长（偏鸽派）认为通缩的风险导致进一步的刺激计划。6 月 5 日，彭博社援引科斯（Pablo Hernández de Cos）的话称，对通缩的担忧使欧央行决定提高 PEPP 是合理的。**他认为这次疫情本质上是通缩**，并强调低通胀导致的问题正在累积。即使解除封锁，未来几个月需求仍疲软。

奥地利央行行长（偏鹰派）称欧央行不排除购买股票。6 月 7 日，霍尔茨曼（Robert Holzmann）接受路透社采访时说，“永远不要说”欧央行“永远不会”买进股票，而不是政府或公司债券，但这个想法尚未被讨论过。但如果需要的话，这一讨论肯定会进行。

芬兰央行行长（偏鸽派）对于欧央行购买高风险债券持开放态度。6 月 9 日，路透社报道，雷恩（Olli Rehn）对**欧央行是否应购买在当前危机中失去其投资等级评级的公司债持开放态度。**

欧央行准备设立坏账银行应对不良债务。6 月 10 日，路透社报道称，欧央行已成立一个工作组，研究设立坏账银行接纳不良债务的计划。消息称，**两年前已讨论过该计划但其最后被搁置**，近几周来，欧央行已就此计划咨询了银行和欧盟官员。消息称，正在讨论的想法是使用欧洲稳定机制作为担保人，并要求主要银行联手支持该计划。需注意的是，欧盟委员会目前并未承认该计划，并表示关于建立坏账银行的工作尚未进行任何正式工作。

货币政策需采取更具针对性和灵活性的方式，降息仍是一个选择。6 月 10 日，欧央行理事会成员施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）讲话中表示，货币政策需以更具针对性和灵活性的方式采取行动以减少分散性。她补充说，鉴于对第二轮疫情影响的高度不确定性，欧央行对政策的决定是适当的。她还表示，降息仍然是一种选择（路透社）。（SPDBI 注：所谓“灵活性”其实是暗指德国法院关于 QE“部分违宪”中涉及“欧央行的 QE 计划违反其货币政策的比例原则”的部分。）

欧央行首席经济学家（偏鸽派）称已准备好在必要时调整利率。6 月 11 日，莱恩（Philip Lane）接受采访时表示，已准备好在必要时调整政策利率及所有工具，但考虑到当前不确定的环境和金融市场的压力，PEPP 是十分有效的。莱恩强调，PEPP 是为了消除新冠疫情带来的负面冲击，但是**在疫情结束之后，“资产购买计划”（APP）在帮助实现通胀目标上仍是需要的。**

欧央行的下一步取决于通胀前景。6 月 16 日，彭博社表示，欧央行为应对经济下滑而采取的下一步行动可能会转向关注消费者或投资者对通胀的预期。欧央行理事会成员施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）此前强调了欧央行决定延长其债券购买计划的决定是出于对通缩的担忧，尽管一些欧央行成员认为通胀上行。

欧央行表示，新冠疫情导致经济前景急剧恶化。6 月 18 日，欧央行经济公告在很大程度上重申了其 6 月 4 日的政策声明。具体地，有两个因素导致额外的刺激措施：与新冠疫情相关的通货膨胀率下降，**通胀和金融状况仍比疫情流行前更为紧缩。**

欧央行副主席（偏鸽派）称将继续评估 PEPP。6 月 22 日，德金多斯（Luis de Guindos）在演讲中说，央行理事会将继续评估 PEPP 的规模、持续时间、组成是否保持适当。他补充说，欧洲经济存在很大的下行风险，特别是当放松封锁措施的时机尚未成熟。他预计，**下半年经济活动将反弹，但是反弹的速度和规模尚不确定。**

欧央行首席经济学家（偏鸽派）认为不要对欧元区的稳健数据过于乐观。6 月 24 日，路透社援引莱恩（Philip Lane）的话，尽管考虑到收缩深度，近期指标的“实质性改善”是正常的，但这并不是欧元区走强的良好信号。**由于持续的封锁，经济活动将在未来很长时间内低于危机前的水平。**

欧央行发布文件以缓解德国法院的挑战。6 月 25 日，路透社援引消息人士的话，欧央行同意向德国当局提供重要文件，以证明欧央行政策合理性。欧央行已同意将未公布的文件作为其政策决定的基础，交给德国央行行长魏德曼（Jens Weidmann，偏鹰派），后者可根据法院裁决的要求将文件提交给德国议会。消息人士称，尽管文件尚未公开，但其中一些文件在讨论和消除量化宽松计划的争议时已提供给了欧洲法院。

复苏漫长而缓慢。6 月 26 日，彭博社报道，欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）表示，尽管危机最严重的时期可能已经过去，但储蓄的“飞跃性”增长还需要时间才能传递为投资和消费反弹。她补充说，**复苏也将是“不完整的”，因为贸易不太可能恢复到危机前的水平，并且生产力可能会减弱。**

爱尔兰央行行长（中间派）认为欧元区经济已尽可能好地撑过了疫情引发的危机，但长期复苏仍面临威胁。6 月 29 日，马赫卢夫（Gabriel Makhlouf）接受采访时表示，欧洲正在缓慢摆脱由新冠疫情引发的经济危机，但危机尚未结束。欧央行执委施纳贝尔（Isabel Schnabel）表示，**欧元区经济最早也要到 2022 年才能恢复到疫情暴发前的规模。**

欧央行首席经济学家（偏鸽派）认为二季度是经济的底部。7 月 1 日，莱恩（Philip Lane）接受路透社采访时说，PEPP 已经推出一年，这侧面反映出了解经济如何复苏所需的时间。莱恩表示，欧央行将在疫情危机阶段结束后停退出 PEPP 下的资产购买，而**当通胀目标达到时，央行将停止资产购买计划（APP）和负利率政策。**

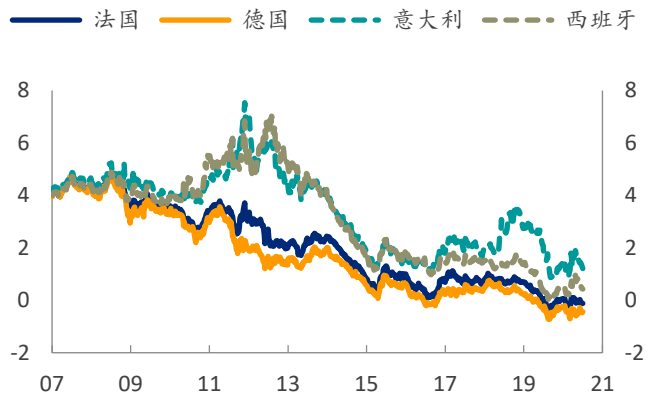
欧央行副主席（偏鸽派）称准备调整政策以适应新冠疫情，但改革是复苏的关键。7 月 1 日，路透社报道称，德金多斯（Luis de Guindos）表示，央行已准备好在新冠疫情结束后调整其政策以适应欧盟的需求，但各个成员国的改革将比货币政策更重要。他说，主要的解药将是各国政府的改革和预算政策。他补充道，**如果欧盟在经济和货币层面上更加一体化，那么大流行带来的负面影响将会得到遏制。**

芬兰央行行长（偏鸽派）表示不会管控收益率曲线。7 月 1 日，雷恩（Olli Rehn）在回答是否可以实施收益率曲线控制的问题时表示，欧央行可以使用其新的紧急计划以相对灵活的方式购买债券。他说，欧央行通过缩小政府债券利差来改善政策的传导。但是，他**认为没有科学的方法来确定适当的利率水平是多少。**

德国议会投票支持欧央行债券购买计划。7 月 2 日，彭博社报道，在欧央行与德国联邦宪法法院就量化宽松的法律对峙中，德国议会选择支持后者。德国总理默克尔领导的联盟党、绿党和自民党投票接受了欧央行有关其行“公共部门购买计划”（PSPP）的解释，此举发出了一个信号，即德国政界有意让欧洲保持团结。

欧央行对 PEPP 项目意见不一。7 月 3 日，消息人士告诉彭博社，PEPP 项目正成为决策层之间分歧的焦点。欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）宣布该计划没有限制，这使欧央行可以任意解释其购买计划，这有悖于欧盟禁止政府融资的法律。尽管欧央行表示该计划是暂时的，但计划何时结束的沟通仍含糊不清。

图表 29: 欧元区 10 年期国债收益率（%）



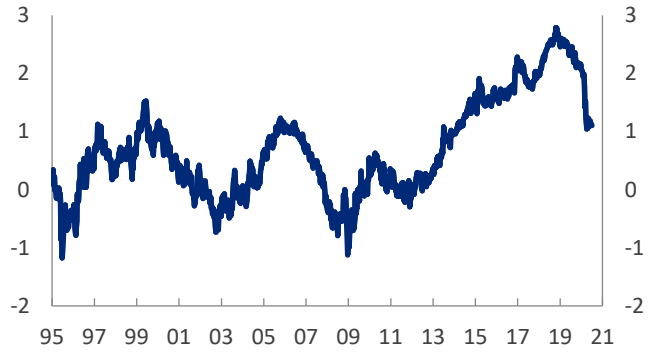
资料来源：Factset，浦银国际

图表 30: 德国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



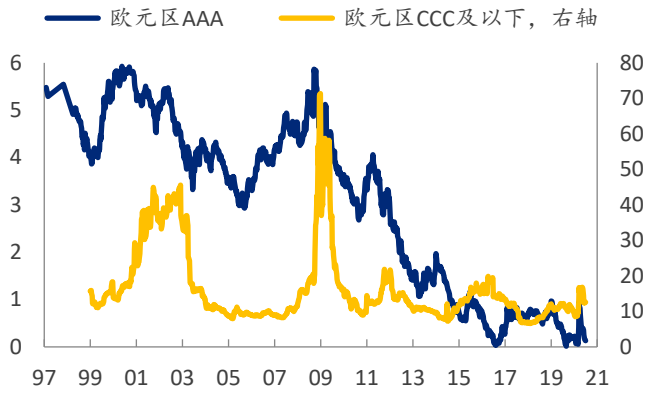
资料来源：Factset，浦银国际

图表 31: 美德 10 年期国债利差



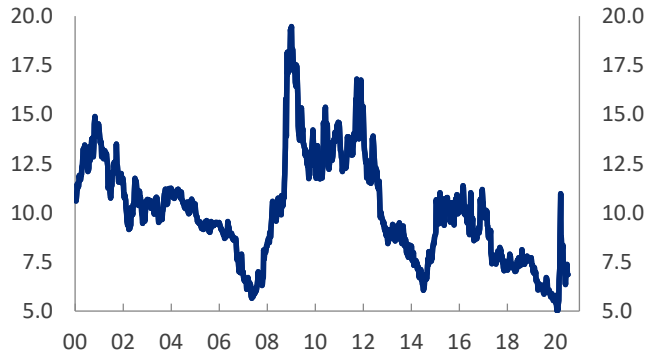
资料来源：Factset，浦银国际

图表 32: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 33: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 34: 欧元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

日本央行



BANK OF JAPAN

- **点评**

日本央行6月没有大动向,但日本央行依然延续其一贯的宽松态势:

- 日本央行行长明确表示未来两年都不会进行加息;
- 同时表示积极做好准备可以加码刺激措施以应对疫情二次效应对日本经济的冲击。

- **展望未来:**

日本央行央行依然密切关注低迷的通胀，只要通胀未持续回升至目标通胀率水平，即使疫情危机消散后，预计日本央行仍将延续宽松政策。

● 动态追踪



消息人士称，日本央行维持日本经济复苏观点。6 月 5 日，路透社援引四个消息源称，日本央行会维持其对经济将在今年下半年逐步复苏的预测，从而增加了其放弃加码宽松的机率。

日本央行开始评估经济援助计划的影响。6 月 16 日，《日经新闻》报道称，随着针对小型企业的政府贷款计划扩大，日本央行表示，它将准备购买的私人债务总额从 75 万亿日元增加至 110 万亿日元。

日本央行预计到 2022 年都不会加息。6 月 16 日，据《日经新闻》报道，日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）澄清说，他认为在 2021 或 2022 年不会提高利率。尽管股市对经济重新开放持乐观态度，但金融市场仍存在高度不确定性。

日本央行考虑延迟复苏的后果。6 月 24 日，根据 6 月份会议的《意见摘要》，日本央行董事会成员普遍认为，尽管经济似乎已触底，但经济形势仍然严峻。人们担心延迟复苏的后果，而金融状况的恶化给金融体系的稳定带来了风险。由于产能过剩而导致的企业部门的供应方调整可能会导致价格下降。问题将从流动性转移到偿付能力，这可能导致破产的增加。

日本央行暗示目前的政策措施已足够。6 月 26 日，路透社报道，日本央行一名审议委员在 6 月的利率检视会议上表示，央行可以花时间检视 3 月以来刺激措施的效果。这凸显出，日本央行认为为了缓冲新冠疫情冲击而推出的政策暂时已经足够。央行会议意见摘要显示，另一名审议委员称，虽然日本央行必须“大胆使用手中所有工具”抗击疫情，但可以在已有的危机响应框架内行动。

面对新冠疫情第二轮影响，日本央行会考虑使用贷款工具和资产购买。6 月 26 日，日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）表示，新冠疫情的第二轮影响可能“严重”损害日本经济，表明日本央行准备再次加大刺激措施力度，以缓冲危机带来的任何冲击。但他认为，**暂时没有必要下调利率，而是将通过贷款工具和资产购买**，把重点放在缓解企业融资紧张状况和稳定市场上。

图表 35: 日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 36: 美日 10 年期国债利差



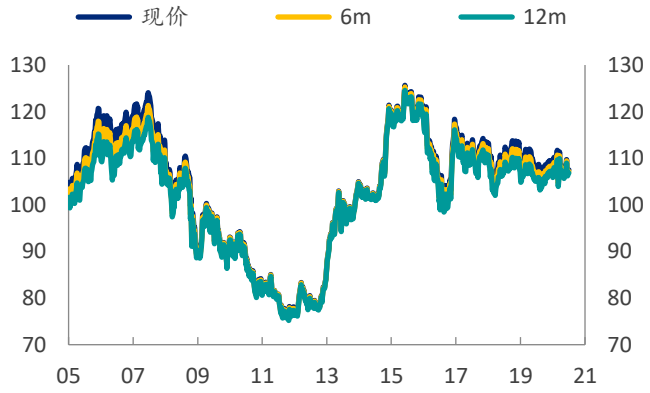
资料来源：Factset，浦银国际

图表 37: 1 年期日元隐含波动率（%）



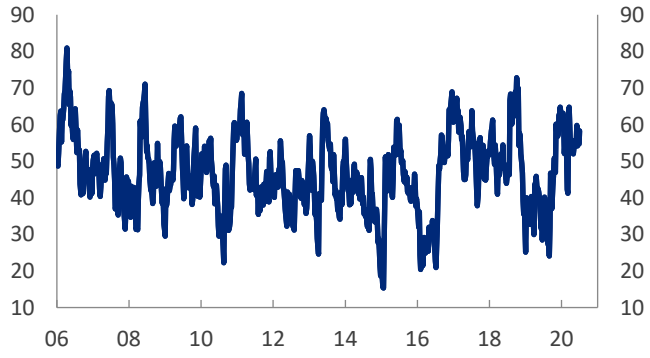
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 38: 日元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 39: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源：Factset，浦银国际

其他央行



- **点评**

各国央行整体而言虽认为经济复苏路径充满不确定性，但各国央行的政策已经开始出现分化。

- **英国央行**并未延续 5 月份关于负利率的讨论，而是扩大 QE 规模，侧面反映了英国经济已度过最糟糕的时刻；
- **澳洲央行、瑞典央行**考虑或已采取扩大 QE 的规模；
- **新西兰央行**考虑收益率曲线控制的方法；
- **挪威央行、韩国央行**已着手准备经济复苏的支持措施。

- **展望未来：**

由于各经济体发展不一，随后的货币政策分化将日趋明显。这一分化趋势也符合我们在《浦银国际研究：投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》此报告中的研究发现。

● 动态追踪

英国央行：经济出现从封锁中恢复的迹象。6 月 10 日，路透社援引英国央行行长贝利（Andrew Bailey）的话说，随着政府解除新冠疫情的封锁限制，可以看到一些经济复苏的早期迹象，但他警告说，长期的负面影响可能存在。如果消费者对返回餐厅和类似消费场所持谨慎态度，英国央行预计经济复苏时间要比简单解除限制的时间要长。

英国央行将增加 1000 亿英镑量化宽松额度，但放慢购买步伐。6 月 18 日，英国央行发布声明，将关键银行利率维持在 0.1%，并将资产购买计划增加 1000 亿英镑，符合市场预期。货币政策委员会一致投票赞成维持利率不变，但首席经济学家霍尔丹（Andrew Haldane）对扩大量化宽松政策表示反对。声明强调，现在可以以较慢的速度进行资产购买，委员会希望在年末完成购买。英国央行强调，尽管前景不确定，但新证据表明第二季度 GDP 下降幅度小于 5 月份的报告。

英国央行首席经济学家称英国经济复苏将比预期的更快。6 月 30 日，《纽约时报》援引霍尔丹（Andy Haldane）的话说，英国有望实现 V 型复苏，但失业率上升仍构成威胁。他认为，经济进入复苏已经两个月，并警告称“不要紧盯老新闻”。他说，经济复苏快于预期表明，到 2022 年，通胀可能升至 3%以上，高于英国央行设定的 2%目标。

挪威央行：利率走势在未来将更强硬。正如预期，6 月 17 日，挪威央行一致决定维持利率不变，但**暗示可能提早加息。**在新冠疫情开始后，挪威央行迄今已进行了三次降息。前景和风险平衡意味着利率将在一段时间内维持在 0%的水平，但**挪威央行已准备好从 2022 年开始加息。**挪威央行称宏观活动已有所改善，例如增加的 GDP，失业率下降/工资增长加快，以及房价和油价回升。

瑞典央行维持利率并扩大量化宽松。7 月 1 日，瑞典央行发布公告，将其关键利率维持在 0%，并将量化宽松计划延长至 2021 年中期，将债券购买量提高了至 5000 亿瑞典克朗（539 亿美元）。

澳洲央行维持关键政策措施不变，符合市场预期。6 月 2 日发布的政策声明指出，虽然澳洲经济正处于困难时期，但由于新感染人数的下降和封锁的逐步解除，**经济下滑程度可能好于预期。但预期的恢复速度仍高度不确定，**这在很大程度上取决于消费者和企业的信心。澳洲央行将维持较低的资金成本并保证信贷流向家庭和企业的政策措施。

澳洲央行减少债券购买以确保短期收益率与 3 年期目标保持一致。6 月 2 日，澳洲央行发布 6 月份会议纪要，指出澳大利亚的经济衰退可能比预期情况要好，并且最新数据表明经济已于 5 月份开始复苏。

澳洲央行行长：打开通货膨胀目标审查的大门。6 月 22 日，澳洲央行行长洛伊（Philip Lowe）表示，他打开了审查这个具有 30 年历史的通货膨胀目标框架的大门，并称其在“几年内”可能需要重新考虑，但在不久的将来不应改变。

澳洲央行：在必要时采取更多债券购买计划。6 月 30 日，澳洲央行副行长德贝勒（Guy Debelle）在讲话中说，澳大利亚经济在 6 月表现好于预期。不过，他说，如果澳大利亚国债的收益率持续上涨，澳大利亚央行将买入国债。

新西兰央行首席经济学家重申利率指引。6 月 30 日，路透社援引连恩（Yuong Ha）的话，他指出央行重申了**维持利率直到明年三月不变**的指导方针。他指出，通胀和就业仍然存在下行风险，新西兰央行在政策方面一直保持开放态度。

加拿大央行会将利率维持在较低水平。6 月 21 日，路透社报道，加拿大央行行长马克勒姆（Tiff Macklem）重申，目前的 0.25%水平是有效的底部，明确表明负利率不在考虑范围内。马克勒姆对经济复苏感到乐观，但警告说加拿大经济还有很长的路要走，并不是所有失去的就业都在恢复。

加拿大央行认为复苏漫长且坎坷。6 月 22 日，加拿大央行行长马克勒姆（Tiff Macklem）在演讲中称，受到新冠疫情的影响，CPI 并未完全反映人们当前的通胀感受。他警告说，这种流行病很可能对需求和供应造成持久的损害。复苏可能是持续漫长且坎坷的。他总结说，在特殊时期，加拿大央行正在使用不同的工具，并以相同的通胀目标框架为基础。

韩国央行全力支持经济，应对经济复苏面临的障碍。6 月 12 日，韩联社引述韩国央行行长李柱烈的讲话，面对新冠病毒大流行，韩国经济可能比预期更快地稳定下来，但经济复苏的走向存在许多不确定性，央行会全力支持经济。

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。
4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	**王奕旻**
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467

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