

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

来自全球投资咨询委员会的观点。

2021年11月

为碳排放设定价格

关注鼓励减少碳排放所要采取的措施

Frédérique Carrier | 第 4 页

本期内容



全球股票
现在并非那么恐怖的季节



全球固定收益
不要蜂拥退出



主要预测

请参阅第17页，了解重要和必需的非美分析师披露。

制作：美国东部标准时间2021年11月1日下午4:08；分发：美国东部标准时间2021年11月2日上午10:00

通过加拿大皇家银行财富管理提供的投资和保险产品未经联邦存款保险公司（FDIC）或其它任何联邦政府机构保险、并非银行存款或其它债务或由银行或任何银行附属机构担保，可能存在投资风险，包括可能损失投入的本金。

目录

4 为碳排放设定价格

越来越多的国家正通过实施总量管制和交易规则或征收碳税的手段强制进行碳排放定价。但是，由于各国提供政府监管支持的步调差异显著，很多公司也在尝试自愿补偿其排放，以此应对具有环保意识的消费者群体日益壮大和环境、社保和治理（ESG）基金的影响力不断增强。投资者应如何考虑这种新业务支出？

11 全球股票：现在并非那么恐怖的季节

尽管进入秋季时有一些不安，但股市泰然自若。我们认为未来股价将进一步走高，但依然关注领先经济指标。

12 全球固定收益：不要蜂拥退出

我们认为，央行针对通胀的潜在应对政策才是真正的担忧，未必是通胀本身。同时，我们认为眼下市场有可能消化了过多央行收紧政策的因素，如果适度解除，应会在收益率曲线略微增陡方面有所体现。

市场透视

3 加拿大皇家银行投资观点

11 全球股票

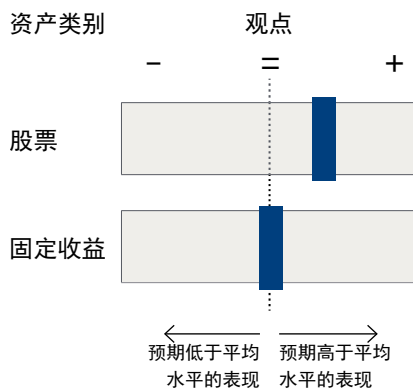
12 全球固定收益

14 主要预测

15 市场行情

加拿大皇家银行投资 观点

全球资产类别观点



(+/-/-)系指全球投资咨询委员会 (GPAC) 对未来12个月投资期的观点。

+ 增持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能优于平均水平。

= 市场权重意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能较为平均。

- 减持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理

股票

- 股市面临多个不利因素：持续存在的对供应链、能源价格、通胀和劳动力市场的新冠疫情相关扭曲。但是，这些从发达市场股票指数的走势上看不出来，发达市场股市在夏末小幅回落之后又调头向上，屡创新高。
- 我们认为，虽然经济/政治逆风导致主要股指看起来易受额外波动性的影响，但领先衰退指标没有出现明显疲软走势的情况意味着，目前牛市行情有可能依然保持不变。重要的是，家庭基本面强劲，信贷的成本和可获得性仍极具支撑作用，并且盈利增长应会持续，但增速有所放缓。即使美联储在2022年晚些时候开始加息，但美联储首次加息前一年和下一年通常都是股市的好时期。我们将继续适度增持股票。

固定收益

- 央行加息的担忧已经在固定收益市场引发了震荡，交易商们目前预计全球多家主要央行势必会提前加息，并且在更大限度内会早于预期加息，主要原因是更持久的通胀压力。最终结果已经造成短期债券收益率急剧攀升，并且长期收益率显著下降，从而推动收益率曲线大幅趋平，这一信号表明加息可能会抑制经济增长和通胀预期，也许还会抑制经济复苏。
- 我们依然看好更短到期日的政府债券，因为我们认为市场对加息预期的重新定价已经过度，并且各国央行可能会与市场的时间表逆向而行，这可能会缓解一些压力，并且允许更长期的债券收益率恢复稳步走高的走势。就信用债券市场而言，估值仍处于历史高位，但由于即将出现的信用风险很少，我们依然预计，在各国央行不出现政策失误的情况下，信用债券将跑赢政府债券。
- 我们维持对全球固定收益的市场权重，但继续减少利率风险，特别是在近期长期债券收益率下降之后。我们维持对公司信用债券的市场权重配置，但青睐通过优先股和杠杆贷款增加收益。

月度 聚焦



Frédérique Carrier

英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com

为碳排放设定价格

越来越多的国家正通过实施总量管制和交易规则或征收碳税的手段强制进行碳排放定价。但是，由于各国提供政府监管支持的步调差异显著，很多公司也在尝试自愿补偿其排放，以此应对具有环保意识的消费者群体日益壮大和环境、社保和治理（ESG）基金的影响力不断增强。投资者应如何考虑这种新业务支出？

对投资者来说，这意味着应该考虑碳排放给开展业务带来的这种额外成本。我们分析了如何通过总量管制和交易规定或税收手段实施强制性碳定价，并分析了一些受欢迎的自愿碳补偿。

聚焦COP26

10月31日开始在苏格兰格拉斯哥召开的第26届联合国气候变化会议（COP26），被普遍认为是自2015年巴黎会议以来最重要的气候会议，当时的巴黎会议催生了《巴黎协定》。经近200个国家批准的《巴黎协定》的目标是，保持全球气温变暖低于2摄氏度（3.6华氏度）。为实现这一目标，签署国需要在未来十年减排近50%，这是一个巨大的挑战。COP26会议的主要焦点是碳排放定价。

为碳排放设定价格让污染能源资源代价高昂，并为排放者提供减排的动力。这个概念基于人们越来越认识到，排放企业应将排放二氧化碳的成本因素纳入生产成本，就像化工企业应对向河流或垃圾填埋场倾倒有害残留物，给附近居民带来健康问题负责一样。

强制性碳排放定价

强制性碳定价的一个重要特点是，不仅必须对碳排放定价，随着时间的推移，碳排放的代价也必然会越来越大。一些国家正在通过总量管制和交易规定或征收碳税的方式进行强制性碳定价，而有的国家，如加拿大，是两者兼而有之。

总量管制和交易的势头不断增强

总量管制和交易是指对排放总量设定最高限量并允许企业交易其配额的具有法律约束力的规定。

总量管制和交易并非新方法，过去就曾用来解决环境问题。依据《清洁空气法》实施的二氧化硫排放定价在很大程度上有助于解决20世纪90年代的酸雨问题。

总量管制和交易的重要性不断加强，但势头缓慢。根据国际碳行动伙伴组织（International Carbon Action Partnership）的数据，四大洲正在实施的总量

月度聚焦

为碳排放设定价格

管制和交易计划有60多个，这些地区占全球GDP的54%，涵盖全球温室气体排放量的16%，而10年前不到5%。

最成熟的计划是地区计划。欧盟排放交易系统创立于2005年，仍是流动性最好的系统。除此之外，很多国家、省、州和城市都实施了总量管制和交易计划。

美国是《西方气候倡议》（魁北克也是该倡议的签约方）和东海岸11个州的《地区温室气体倡议》的发源地，英国不再参与欧盟的计划，而是推出了自身的计划。有希望的是，2021年7月，中国推出了一项聚焦火电行业的全国计划，其占全国排放量的40%。荣鼎集团（Rhodium Group）的数据显示，中国占全球排放量的逾25%，相比之下，美国为11%，欧盟27国为6.4%。

由于美国重返《巴黎协定》以及中国建立了自身的排放交易计划，大多数观察人士认为总量管制和交易作为推动大幅减少碳排放量的有效机制的势头渐盛。

总量管制和交易规则如何运作？

通过对某种破坏性活动定价，总量管制和交易规则为企业提供了依靠自身减少排放量的经济动力。

所有的总量管制和交易计划都设定了与其国家的二氧化碳减排目标兼容且由各国政府和决策者计算得出的排放限额。通常，这类限额或总量随着时间的推移逐渐下降到预定的减排目标。

总量管制和交易规则如何运作

过去已使用总量管制和交易规则成功减排

给予与历史排放量成比例的配额；单位可以在二级市场买卖。

如果一家公司的排放量超过配额，则其需要从碳市场购买额外的单位。

如果一家公司实施了减排的措施，如转向清洁能源，并且产生的排放量低于配额，则其可以在市场上卖出剩余的配额或存起来。



资料来源：加拿大皇家银行财富管理

月度聚焦

为碳排放设定价格

然后将总和达到这一最高限额的碳排放配额或单位分配或拍卖给发电、油气精练、钢铁制造和化工生产等高排放行业的企业。每一配额允许排放一吨二氧化碳。将这类高排放者纳入总量管制和交易计划具有强制性且受到监管。

这些配额是可交易的商品。可以在二级市场买卖这些配额，银行和交易企业在二级市场上提供流动性。这为碳设定了市场价格。

如果一家公司的排放量超过了经允许的排放量，就需要从市场上购买更多碳排放单位，从而产生了成本。但是，如果该公司的排放量少于配额排放量，它可以在市场上将任何剩余的排放单位卖给没有成功减排的公司。或者，该公司可以持有未使用的配额，供未来使用。

碳价格动荡

欧盟排放交易系统月度每吨二氧化碳排放价格



注：减碳55是欧盟的立法方案，支持其对到2030年将净温室气体排放至少减少55%的承诺。
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；月度数据截至2021年9月

月度聚焦

为碳排放设定价格

碳价格由供需决定。碳单位的供应由监管机构设定，逐渐下调，从而使碳价格根据企业产生的排放量高于或低于其配额的情况上涨或下跌。

全世界的各种总量管制和交易计划的碳排放价格各不相同。欧洲计划内的碳排放价格在2021年9月达到65欧元/公吨。相比之下，加利福尼亚/魁北克的总量管制和交易计划内类似排放量的价格不到28美元。存在差异是因为每个计划涵盖的行业不同，并且被指定用于满足不同的碳减排目标等。

加拿大皇家银行资本市场预计长期来看碳价格将上升，并指出随着总量限额的下降，市场的配额供应也会趋紧。国际货币基金组织认为，碳价格必然会大幅上升，才能刺激备选或低排放选择。该组织估计，从全球层面来看，到2030年碳价格有必要达到每吨75美元或以上，才能限制全球气温变暖低于《巴黎协定》的2摄氏度（3.6摄氏度）以下的阈值。

总量管制和交易的支持者指出，这给企业带来了灵活性，允许它们可以将配额一直持有到未来的合规期。因此，碳减排可能会成为一项历时多年的决定。消费者/投票者也往往认为总量管制和交易计划比碳税更积极。

碳价格较高的一些国家正在考虑对来自没有类似计划的地区的进口产品征收碳含量税。为此，欧盟尤其在考虑碳边界调整机制。

碳税

碳税是实施二氧化碳排放收费的另一种方式。各国政府设定很高的每吨碳排放价格，足以激励向风能、太阳能或其他非碳排放电力资源等清洁能源技术转变。此外，随着时间的推移，碳税通常会上涨。在加拿大，2021年的碳税设定为每吨二氧化碳当量40加元。政府近期上调了联邦碳定价基准，将2023年的最低碳价格设定为每吨65加元，到2030年上升到每吨170加元。

两种总量管制和交易计划的比较

这些计划有不同的参数

	欧盟排放交易系统	西方气候倡议 (加利福尼亚/魁北克总量管制和交易计划)
主要特点	规模最大（90%的全球交易价值）且最具流动性	最大的多行业排放交易机制之一；2014年魁北克与加利福尼亚挂钩
起始年份和初步目标	始于2005年，减排目标是到2020年排放量较1990年减少20%	始于2013年，减排目标是到2020年排放量重回1990年的水平
当前目标	到2030将排放量较2005年减少43%	到2030将排放量较1990年减少40%
覆盖范围	11,000个设施约占排放量的43%	每年二氧化碳当量排放量超过25,000吨的排放者；约占加利福尼亚二氧化碳当量排放量的85%
板块/行业	发电、采矿和钢铁、纸浆造纸、水泥、玻璃、航空；有人提出将计划范围扩大到航运、公路运输和供热燃料，将其作为欧盟减碳55的一部分	发电、大型工业、染料供应

注：CO₂e是指二氧化碳当量
资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场

月度聚焦

为碳排放设定价格

碳税不同于总量管制和交易计划，原因在于碳税提供了有关未来价格而非排放的高确定性，因为碳税是由政府提前设定的。相比之下，总量管制和交易计划提供了未来排放量的可见性（因为已经设定了逐渐下降的排放限额），但价格由市场力量来决定。

碳税可能更加公平，从这个方面来说，通过征收燃油税，而非只是为工业二氧化碳排放者分配成本的总量管制和交易计划，碳税可能会适用于所有二氧化碳排放者（工业企业或个人）。

不出所料，碳税不受选民欢迎。总统拜登的碳税提案遭到强烈反对，导致他选择了减排支付方案。在英国，自2011年以来燃油税一直未变。此外，碳税可能会被淡化，从而使其成为不那么有效的工具。1992年，克林顿政府曾讨论过碳税问题，但后来被淡化为可以忽略不计的汽油税。

总量管制和交易计划和碳税未必相互排斥。加拿大皇家银行资本市场有限公司大宗商品市场总监Anthony D' Agostino指出，例如，加拿大既实施了强制性的政策工具：不列颠哥伦比亚征收碳税，魁北克也实施了总量管制和交易计划，而阿尔伯塔实施了混合机制，既有碳税，又有针对大型工业排放者的总量限额。

自愿碳补偿

撇开政府的强制计划不谈，越来越多的企业希望减少碳足迹或加速实现净零排放的进程。加拿大皇家银行资本市场估计，超过20%的全球企业目前确定了到2050年或更快实现净零排放的目标。

他们的动机各不相同：管理层可能有气候意识，或希望他们公司的股票对ESG基金有吸引力，根据普华永道（PricewaterhouseCoopers）的数据，ESG基金的重要性不断提升，到2025年可能多达共同基金资产的60%。

管理层也希望自己公司的产品对越来越要求更环保产品解决方案的消费者有吸引力。绿色消费偏好在欧洲根深蒂固。IBM和美国零售业联合会（National Retail Federation）2020年的一项研究发现，近70%的美国和加拿大的消费者认为品牌环保很重要。

没有身处总量管制和交易计划司法辖区并希望减少碳足迹或加速实现净零排放进程的企业可能会购买碳补偿。碳补偿是指由于重新造林或可再生能源生产等能源效率项目，被阻止排放到大气中或从大气中消除的一公吨二氧化碳当量的证书。通过使用碳补偿，企业可以平衡自身的碳足迹。碳补偿也可用于个人：大多数航空公司为旅行者提供抵消其飞行碳足迹的机会。

月度聚焦

为碳排放设定价格

重新造林是一种常见的补偿，因为树木吸收二氧化碳，树木增多并存储二氧化碳，并且重新造林占自愿市场的半壁江山。其他补偿包括风电场和太阳能电场项目，这些项目取代燃煤发电厂，因而防止了二氧化碳排放，并增进了能源效率。

咨询公司麦肯锡（McKinsey）指出，尽管自愿碳信用市场目前正经历显著增长，但其规模依然相对较小。麦肯锡估计，随着需求增长，到2030年市场价值可能约为500亿美元。

批评人士声称，这些项目中有很多是无效项目，并未达到他们所声称的减排目标。例如，重新造林项目往往在很遥远的地方进行，那里的土地很便宜，若无监督，可能不会成功。

因此，与总量管制和交易计划的碳价格相比，补偿很便宜，低到每吨3美元。尽管如此，在新冠疫情前运送了近1亿乘客的英国廉价航空集团易捷航空（Easyjet），代表乘客支出了2,500万英镑或其税前利润的6%，用于补偿其全部飞行所使用燃油的碳排放。

其他人则指出，碳补偿在解决气候变化问题方面没有那么有效。他们建议，企业应关注积极减排，而非只是补偿排放。加拿大皇家银行欧洲有限公司能源分析师Al Stanton认为，为了减缓并最终逆转气候变化，需要部署从大气中积极消除二氧化碳的技术和解决方案。

展望未来

无论一个国家是否实施了具有法律约束力的总量管制和交易计划，越来越多的公司都在将二氧化碳减排的成本纳为一种衡量其气候变化风险并使其业务处于更有利地位，从而能够掌控向更低碳业务模式转型的方式。麦肯锡的一项研究强调，一些公司正在对资产和投资项目的二氧化碳排放量设定内部收费，以便它们能够了解自身的排放可能会在何时、何地、以何种方式影响其盈利能力和投资选择。同时，一些美国金融服务公司也在利用内部碳定价确定低碳、高回报的投资机会。

在向碳披露项目报告其排放的2,600家公司中，发现有23%的公司正在使用内部碳收费，另有22%的公司计划在未来两年这样做。

生产依云瓶装水和达能酸奶的法国公司达能（Danone）公布了其经碳调整的每股盈利，增速比常规每股盈利快，因为公司的碳强度下降。

使用内部碳价格的美国公司，包括微软（Microsoft）和Mars，都表示内部碳价格帮助公司推动了低碳投资、能源效率并抓住了低碳机会。

月度聚焦

为碳排放设定价格

广泛的投资影响

各个派系的政客都面临越来越大的出台环保法规的压力。2020年，伦敦经济学院（London School of Economics）格兰瑟姆研究所（Grantham Research Institute）的数据显示，在全球近2,000项气候立法中，有三分之二是2010年以来颁布的。美国证券交易委员会可能没有采用欧洲严格的可持续金融披露规定，但可能会选择将相关气候披露纳入法规。

无论一家公司是受强制性总量管制和交易计划法规约束，还是须缴纳碳税，亦或无论其是否使用碳补偿，越来越多的公司会将碳价格纳入有关未来运营和投资方式的决策之中。

加拿大皇家银行环球资产管理全球股票主管Habib Subjally[观察到](#)，按照他的经验来看，了解自身可能如何暴露于气候变化风险或受气候变化影响，以及其计划如何应对或利用这种敞口（或其他ESG问题）的企业，通常在大多数其他方面的管理也更好，并且也是股东长期价值的卓越创造者。

我们为投资者提出了两种有益的途径。他们可能寻求从总体上通过了解投资组合中的个别公司可能如何易受碳定价或气候变化影响的方式管理风险。通过选股和多元化将相关风险降至可接受的水平应是可行的。

投资者也可能会[寻找各种机会](#)。就股市的几乎每一个板块而言，开发减排解决方案或以某种其他方式使其他企业或消费者能够缓解这一问题的企业可能会涌现出来。

全球 股票

Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

现在并非那么恐怖的季节

股票投资者带着季节性恐慌走进了9月和10月，他们意识到，市场回调乃至更严重的市场疲弱走势往往会出现在初秋时节。在9月的大部分时间里，这种谨慎似乎非常合理：在9月3日创下新高之后，标普500指数在10月初开始下跌，在最低点时跌幅近6%。投资者信心一度跌至数月低点，看跌者与看涨者之比接近二比一。

有几个交易日的波动幅度较大，当时卖方试图控制市场，但最终都以失败告终。到10月底，标普500指数和发达经济体的大多数股指都恢复屡创新高的走势。落后的英国市场再次成为例外；不仅富时全股指没有收复新冠疫情前的峰值，且它仍低于2018年的历史高位。

尽管大多数指数呈上升走势，但以科技股为主的标普500指数与其他股指之间仍存在巨大的价值差距，标普500指数对应21倍的2022年盈利，而其他股指的远期市盈率为15%左右。

值得注意的是，标普500指数所谓的涨跌线也创下新高，这是衡量市场广度的一个指标，可以给出有关绝大多数股票是否与指数相向而行的有用指示。在奄奄一息且即将陷入熊市的市场中，涨跌线通常会提前三到六个月就已如同行尸走肉了。目前还没有迹象表明主要趋势即将发生逆转。

股票观点

地区	当前
全球	+
美国	+
加拿大	=
欧洲大陆	+
英国	=
亚洲（日本除外）	=
日本	=

+ 增持；= 市场权重；- 减持
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

我们关注的领先衰退指标也没有出现任何明显的疲弱态势，但焦点新闻记录了发达国家试图步入新冠疫情后经济的GDP颠簸之路。重要的是，信贷的成本和可获得性仍极具支撑性。

然而，我们认为未来利率走高不可避免。英国央行可能会率先采取行动，加拿大皇家银行资本市场目前预计英国将在12月首次加息。同时，美联储和加拿大央行似乎都会采取逐步收紧的路线，两国可能会在2022年下半年首次加息。尽管如此，从开始收紧政策到市场条件趋紧到足以使经济衰退不可避免的程度，始终还有很长的路要走。并且，如我们在2021年年中展望中指出的那样，美联储首次加息前一年和后一年的股市走势通常都很不错，因为美联储在努力追赶过热的经济。

我们在全球均衡投资组合中依然维持对股票的适度增持。

全球股票

Thomas Garretson, CFA

美国明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com

不要蜂拥退出

过去两个月似乎标志着对应对通胀压力的央行政策的预期发生巨大变化，这种压力只会更持久，并且会因为能源成本攀升而被放大，而市场也将对多个世界主要发达市场的央行的加息预期提前。

加拿大皇家银行资本市场目前预计，到今年年底英国央行将开始上调政策性利率，比早前预期提前了近6个月。美国方面，市场目前预期到2022年底美联储将进行两次25个基点的加息，而就前几个月市场还预期明年不会加息。加拿大皇家银行资本市场也预计加拿大央行亦步亦趋，在明年加息两次。诚然，欧洲央行依然比较惬意，但未来几个月其资产购买计划的未来仍受到市场的密切关注。

但是，随着各国央行逐步退出政策支持，由于越来越多的央行表示可能需要收紧支持力度，可能会略显拥挤，并且这将体现为主权收益率曲线明显趋平，我们认为，这可能凸显政策失误风险加剧。

固定收益观点

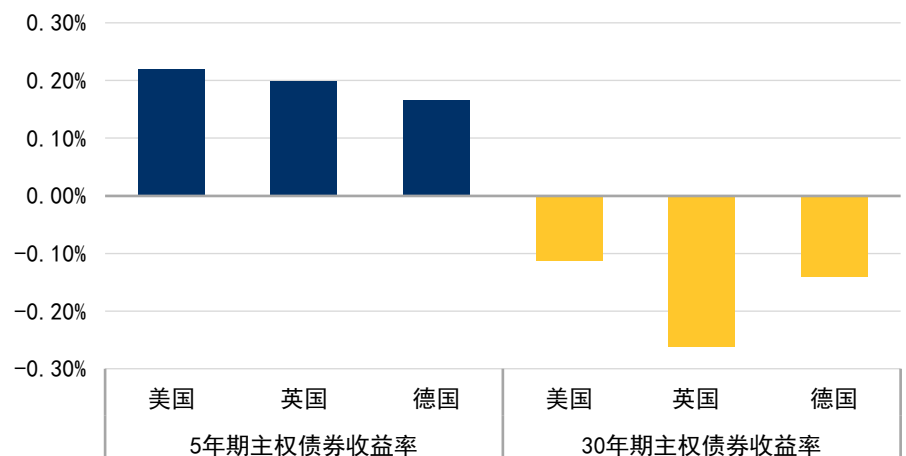
地区	政府债券	公司债券	久期
全球	=	=	5-7年期
美国	=	=	5-7年期
加拿大	=	=	5-7年期
欧洲大陆	=	=	5-7年期
英国	=	=	5-7年期

+ 增持；= 市场权重；- 减持
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

由于加息预期上升，五年期以内的近期债券收益率大幅走高，而与经济增长和通胀预期更相关的30年期收益率曲线长端相对保持不变，甚至略微走低。

市场向我们发出的信号很明确：通胀不是威胁，央行潜在的通胀应对政策才是威胁。如果长期通胀压力是真正的担忧，我们将预期更长期收益率至少会与短期收益率上升保持同步。

央行加息预期上升在10月推动收益率曲线趋平



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2021年10月29日

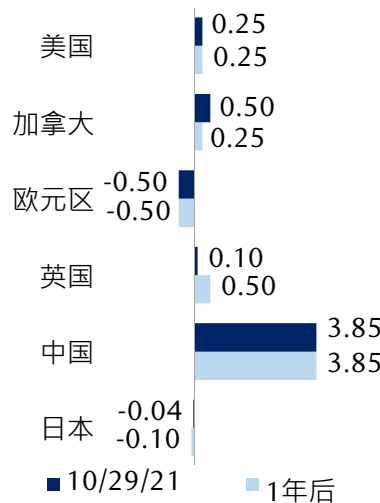
全球股票

例如，就美国而言，5年期和30年期美国国债收益率的当前收益率差异从今年初逾1.60%的峰值下降，目前仅为0.75%。上一次这个收益率曲线指标的这种趋平走势发生在2017年，当时美联储已经四次加息，联邦基金利率达到1.25%。

我们认为，眼下市场有可能消化了过多央行收紧政策的因素，如果适度解除，应会

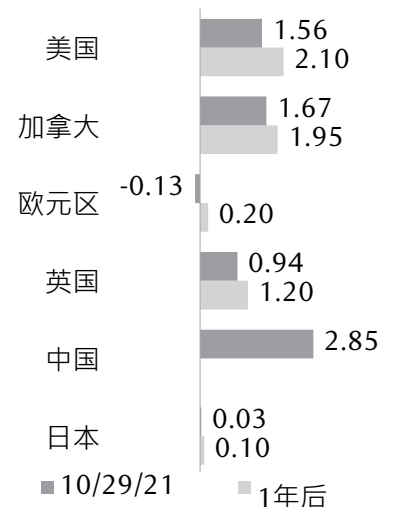
在收益率曲线略微增陡方面有所体现。但是，我们仍关注全球主权收益率曲线的状态，表明它们正在发出的有关货币政策立场的信号以及有关经济增长前景的信号，因为收益率曲线趋平意味着几乎没有犯错的余地。

央行利率 (%)



资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场预测、环球投资组合顾问委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

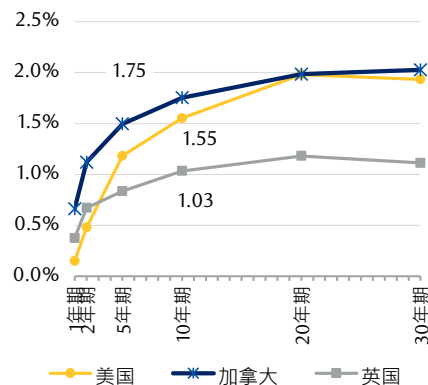
10年期利率 (%)



注：欧元区使用德国债券。

资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、环球投资组合顾问委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

主权收益率曲线

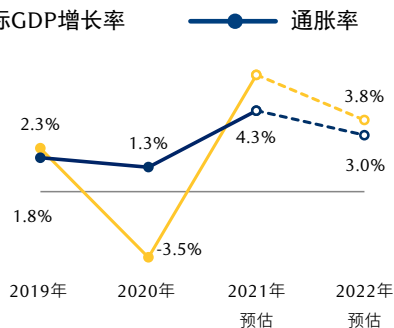


资料来源 - 彭博社；数据截至2021年10月31日

主要 预测

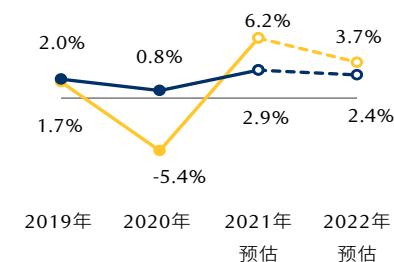
美国：通胀问题

第二季度GDP增长2%，与预期大致相同，受到德尔塔变异毒株导致的封锁、供应链/航运中断的阻碍。第四季度支出明显回升。美联储预计在11月会议上宣布缩表计划，并在今年年底前开始。市场预期到明年年底会进行两次25个基点的加息。8月份核心个人消费支出同比创下30年新高，但是联邦公开市场委员会依然预计，随着2022年供应链瓶颈和招聘问题消散，通胀将逐步回落到2%的目标。



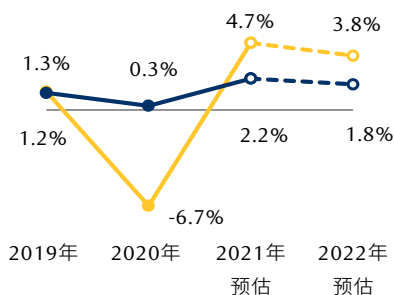
加拿大：加拿大央行结束量化宽松 (QE)

在经历了7月的低迷后，8月GDP回升。加拿大中部更全面的开放对第四季度来说是个好兆头。9月CPI为4.4%，连续6个月超出加拿大央行1%到3%的目标区间，主要受到食品和住房价格的推动；加拿大央行维持对价格增长将为时短暂的观点。加拿大央行结束其量化宽松计划，将未来可能的加息行动提前到2022年年中，并预计到第一季度将完全收复新冠疫情造成的失地。



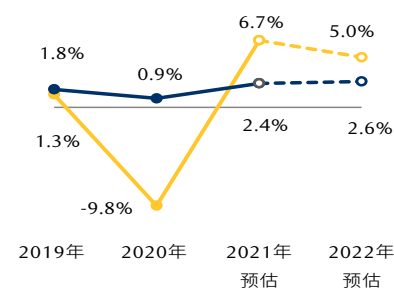
欧元区：通胀创13年新高

由于经济广泛重启，第三季度GDP激增，但9月通胀触及4.1%，创下几十年来的最高。短缺和供应链/航运中断正在损及新工厂订单和就业前景。第四季度GDP可能走弱。欧洲央行坚持认为，通胀将在今年晚些时候见顶，然后在2022年放缓，并且至少到明年3月会继续购买债券。目前无加息迹象。



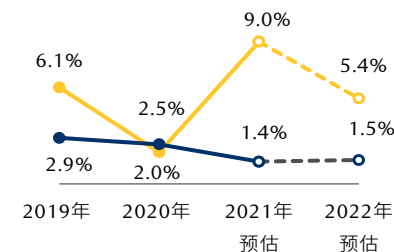
英国：英国央行加速收紧周期？

尽管服务业采购经理人指数 (PMI) 走强，但下半年GDP看起来走弱，原因是受到燃料短缺和全球供应链/航运中断的不利因素拖累。英国央行行长安德鲁·贝利 (Andrew Bailey) 的言论已导致投资者预期到2022年年底加息115个基点，是任何央行中最激进收紧政策的央行；如果英国央行缩减根据量化宽松计划持有的债券再投资，影响可能更大。



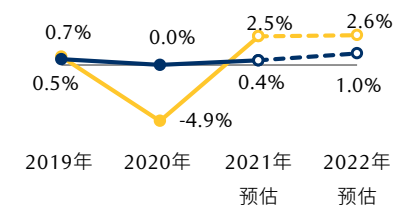
中国：第三季度GDP艰难增长

由于爆发的德尔塔变异毒株疫情加剧、电力短缺和监管趋紧，GDP增长放缓。但9月份工业生产和新订急剧下降，企业信心也下滑。供应冲击和航运延误是额外的逆风。大型房地产开发行业的信贷危机是由政府收紧政策造成的，截至目前这些政策还未收回。



日本：疫苗成功有望

资本支出继续趋弱。出口订单和航运仍面临来自全球供应链/航运中断的压力。国内支出受到奥林匹克后新冠疫情相关限制措施的损害，但由于疫苗计划改进，每日新增病例数量急剧减少，这为2022年消费支出复苏和GDP前景改善带来了一些希望。日本央行预计会按兵不动。



图表资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场、全球投资组合顾问委员会、加拿大皇家银行环球资产管理、彭博社普遍预测

市场 行情

数据截至2021年10月31日

股票

除恒生指数和巴西Ibovespa指数之外，今年股市普遍表现积极，绝大多数股指今年迄今实现两位数涨幅。

债券收益率

在股市走强和通胀预期上升的背景下，全球主权债券收益率走高，德国国债和英国10年期债券除外。

大宗商品

由于需求强劲叠加限制供应的供应链限制，石油基准期货创下多年高位。

货币

加元今年一直是表现最好的主要货币，在加拿大央行表示可能会早于预期加息之后，加元兑美元进一步走强。

除巴西Ibovespa指数外，股票回报不包括股息。股票业绩和债券收益率按本币计算。美元指数衡量美元兑其他六种主要货币的表现。货币汇率反映市场常规（加元兑美元除外）。按照每对货币中的第一种货币计算货币回报。

解读货币数据的方法示例：加元/美元为0.80，表示1加元可兑换0.80美元。加元兑美元的回报7.5%，表示加元对美元在过去十二个月中上涨7.5%。美元/日元为113.95，表示1美元可兑换113.95日元。美元/日元的回报8.9%，表示美元对日元在过去12个月中上扬8.9%。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行资本市场、彭博社；数据截至2021年10月31日。

指数 (本币)	价位	1个月	年初至今	12个月
标普500指数	4,605.38	6.9%	22.6%	40.8%
道琼斯工业平均指数	35,819.56	5.8%	17.0%	35.2%
纳斯达克指数	15,498.39	7.3%	20.3%	42.0%
罗素2000指数	2,297.19	4.2%	16.3%	49.3%
标普/多伦多综合指数	21,037.07	4.8%	20.7%	35.0%
富时全股指数	4,129.16	1.7%	12.4%	31.0%
欧洲斯托克600指数	475.51	4.6%	19.2%	38.9%
欧洲斯托克50指数	4,250.56	5.0%	19.6%	43.7%
恒生指数	25,377.24	3.3%	-6.8%	5.3%
上证综指	3,547.34	-0.6%	2.1%	10.0%
日经225指数	28,892.69	-1.9%	5.3%	25.7%
印度Sensex指数	59,306.93	0.3%	24.2%	49.7%
新加坡海峡时报指数	3,198.17	3.6%	12.5%	31.9%
巴西Ibovespa指数	103,500.70	-6.7%	-13.0%	10.2%
墨西哥Bolsa IPC指数	51,309.84	-0.1%	16.4%	38.7%

债券收益率	2021年 10月31日	2021年 9月30日	2020年 10月31日	12个月 变化率
美国2年期国债	0.497%	0.276%	0.153%	0.34%
美国10年期债券	1.552%	1.487%	0.874%	0.68%
加拿大2年期债券	1.094%	0.530%	0.262%	0.83%
加拿大10年期债券	1.723%	1.509%	0.663%	1.06%
英国2年期债券	0.710%	0.410%	-0.032%	0.74%
英国10年期债券	1.034%	1.022%	0.262%	0.77%
德国2年期债券	-0.585%	-0.601%	-0.794%	0.21%
德国10年期债券	-0.106%	-0.185%	-0.627%	0.52%

大宗商品 (美元)	价格	1个月	年初至今	12个月
黄金(现货美元/盎司)	1,783.38	1.5%	-6.1%	-5.1%
白银(现货美元/盎司)	23.90	7.8%	-9.5%	1.0%
铜(美元/吨)	9,808.50	9.7%	26.6%	46.2%
原油(WTI现货/桶)	83.57	11.4%	72.2%	133.5%
原油(布伦特现货/桶)	84.38	7.5%	62.9%	125.3%
天然气(美元/百万英热单位)	5.43	-7.5%	113.7%	61.8%
农产品指数	432.23	3.7%	17.6%	36.8%

货币	汇率	1个月	年初至今	12个月
美元指数	94.1230	-0.1%	4.7%	0.1%
加元/美元	0.8073	2.4%	2.8%	7.5%
美元/加元	1.2388	-2.3%	-2.6%	-7.0%
欧元/美元	1.1558	-0.2%	-5.4%	-0.8%
英镑/美元	1.3682	1.5%	0.1%	5.7%
澳元/美元	0.7518	4.0%	-2.3%	7.0%
美元/日元	113.9500	2.4%	10.4%	8.9%
欧元/日元	131.7700	2.2%	4.4%	8.1%
欧元/英镑	0.8446	-1.7%	-5.5%	-6.1%
欧元/瑞郎	1.0584	-1.9%	-2.1%	-0.9%
美元/新加坡元	1.3488	-0.7%	2.0%	-1.3%
美元/人民币	6.4056	-0.6%	-1.9%	-4.3%
美元/墨西哥比索	20.5633	-0.4%	3.3%	-2.9%
美元/巴西雷亚尔	5.6364	3.6%	8.4%	-1.9%

研究来源

本文件由加皇财富管理的投资组合顾问团队下的全球投资组合顾问委员会编制。加拿大皇家银行财富管理投资组合咨询集团给致力于从事个人有价证券企业投资顾问、财务顾问提供有关的资产配置和投资组合构建的支援。

在利用加拿大皇家银行投资策略委员会所得出的宏观市场展望的基础上，全球投资组合顾问委员会还借助来自加拿大皇家银行投资策略委员会、加皇资本市场及第三方来源的研究资料，提供额外的投资策略和专题支持。

加拿大皇家银行投资策略委员会，由来自个人，客户为中心的加拿大皇家银行包括投资咨询集团经营单位的资深投资专业人士组成。加拿大皇家银行投资策略委员会建立了广泛的全球投资前景和发展的具体的指导方针来管理投资。本委员会主席由注册金融分析师、加拿大皇家银行环球资产管理首席投资官 Daniel Chornous 担任。

全球投资咨询委员会成员：

Jim Allworth – 联合主席；加皇多美年证券有限公司投资策略师

Kelly Bogdanova – 联合主席；加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问集团美国投资组合分析师

Frédérique Carrier – 联合主席；加拿大皇家银行欧洲有限公司董事总经理、投资策略主管

Mark Bayko · CFA – 加皇多美年证券有限公司投资组合管理主管

Rufaro Chiriseri · CFA – 加拿大皇家银行欧洲有限公司不列颠群岛固定收益主管

Janet Engels – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国主管

Thomas Garretson · CFA – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队固定收益高级投资组合策略师

Ryan Harder · CFA – 加皇多美年证券有限公司投资组合顾问团队固定收益投资组合顾问

Patrick McAllister · CFA – 加皇多美年证券有限公司投资组合顾问团队股票咨询和投资组合管理经理

Mikhail Pasic · CFA – 加皇多美年证券有限公司另类投资副总裁

Alan Robinson – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国股票投资组合分析师

Michael Schuette · CFA – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国多资产投资组合策略师

David Storm · CFA · CAIA – 加拿大皇家银行欧洲有限公司BI及亚洲首席投资总监

Tat Wai Toh – 加拿大皇家银行新加坡分行BI及亚洲投资组合管理主管

Joseph Wu · CFA – 加皇多美年证券有限公司多资产策略投资组合经理

必要的披露

分析师认证

于本报告表达的所有意见准确地反映负责分析员有关任何及所有目标证券或发行商的个人观点。本报告列出的负责分析员的目前或将来薪酬并无任何部分直接或间接与负责分析员于本报告表达的具体建议或观点有关。

重要披露

在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场有限公司的海外附属公司。本报告由加皇资本市场有限公司编写。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的关联发行人。

研究分析员并非于美国金融业监管局(「FINRA」)注册或符合资格，由于他们并非加皇财富管理的关联人士，因此他们未必受与目标公司通讯，公开露面及研究分析员所持账户的证券买卖的美国金融业监管局第2241条规则所规限。

倘本报告为概要报告(包含六间或以上公司)，加皇财富管理则可能选择以提述方式提供重要披露资料。如要查阅现有披露事项，客户应参阅<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以检视有关加皇财富管理及其附属公司的披露资料。有关资料亦可向加皇财富管理出版索取，地址为60 South Sixth St, Minneapolis, MN 55402。

过往投资推荐一览表中列出的推荐名单可能包括加皇财富管理或其附属公司之一所拥有的一个或多个推荐名单或模型投资组合。加皇财富管理的推荐名单包括指导性投资组合：优质收入(RL 6)、指导性投资组合：股息增长(RL 8)、指导性投资组合：美国预托证券(RL 10)及指导性投资组合：全市值增长(美国)(RL 12)。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司建议名单包括「策略重点名单」和「基本股票加权」(FEW)资产组合。“RL On”表示某一证券被列入推荐名单的日期。“RL Off”表示某一证券被移出推荐名单的日期。

评级分布

就评级分布而言，监管规则规定成员公司不论公司本身的评级类别，而应将评级分为三种评级类型之一——「买入」、「持有/中立」或「出售」。尽管加皇资本市场有限公司的「跑赢」，「与板块持平」及「跑输」评级大致上与「买入」，「持有/中立」及「出售」相符，但意思并不相同，此乃由于我们的评级乃按相对基准厘定。

加拿大皇家银行资本市场有限公司股票评级系统说明

分析师所谓的“板块”指的是其研究覆盖范围内的一组公司。因此，为特定股票所定的评级仅代表分析师对于该股票未来12个月相对于板块平均表现的看法。

评级分布 - 加皇资本市场有限公司股票研究
截至2021年9月30日

评级	数量	百分比	过去12个月内提供的 投资银行服务	
			数量	百分比
买入[跑赢板块]	800	56.58	341	42.62
持有[与板块持平]	562	39.75	172	30.60
卖出[跑输板块]	52	3.68	3	5.77

跑赢板块(O)：预期未来12个月的回报大幅跑赢板块平均数。

与板块持平(SP)：预期未来12个月的回报与板块持平。跑输

板块(U)：预期未来12个月的回报大幅跑输板块平均数。受限

制(R)：在加拿大皇家银行在某项兼并或其他战略交易或其他某些情况下担任顾问时，加拿大皇家银行政策禁止某些类型的通讯，包括投资建议。未评级(NR)：由于适用的法律、监管或政策限制，包括加拿大皇家银行资本市场以涉及公司的顾问身份行事时，取消评级、目标价和估值。

截至2020年3月31日，加拿大皇家银行资本市场停止了首选评级。首选评级证券代表分析师所认为的板块中的最佳投资标的；预计将在未来12个月中提供重大绝对总回报，具有较好的风险回报率。首选评级证券已重新分配到我们的跑赢评级证券类别，其为预计将在未来12个月明显跑赢板块平均水平的证券。

风险评级：投机性风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份交易量流动性低、资产负债表杠杆程度高或营运历史有限，致使财务及/获股价波动性预期较高。

估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行财富管理公司在研究报告中为一家公司指定价值时，美国金融业监管局(FINRA)规则和纽约证券交易所(NYSE)规则(均纳入“美国金融业监管局规则说明”)要求对估价基础和获得估价障碍作出描述。在适用情形中，有关资料将分别载于研究报告中的“估值”及“目标价实现障碍”的章节中。

负责编写本研究报告的分析员根据不同因素收取酬金，包括加皇资本市场有限公司及其附属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他披露

本报告在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加皇财富管理负责编写本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。本报告的内容可能基于，或部分基于，我们的第三方往来研究服务机构所提供的资料编写。我们的第三方往来机构已经给予加皇财富管理将其研究报告用作来源资料的一般许可，但并无检阅审查或批准本报告，亦未收到报告发布的通知。我们的第三方往来机构可能会不时持有本报告中所提及证券的多头或空头头寸，以及对所提及的证券进行做市。我们的第三方往来机构可能会不时为本报告中所提及的任何公司提供投资银行服务或其他服务，以及招揽这些公司成为它们投资银行业务或其他业务的客户。

加皇财富管理致力于尽一切合理努力，在海外法律管辖区当地时区同时为所有合格客户提供研究。在某些投资咨询账户中，加皇财富管理可能会担任我们的客户的托管理理，并将在收到本报告时为此等账户展开本报告所述的证券交易。此等交易可能在您收到本报告之前或之后进行，并可能对进行交易的证券市价造成短期影响。加皇财富管理的研究载于我们的专属网站上，以确保合格客户能够及时收取初始评估报告以及评级、目标及意见的更改。销售人员可能会通过电子邮件、传真或传统邮件的方式对本报告进行进一步分发。客户亦可透过第三方供应商收取我们的研究报告。请联系您的加皇财富管理顾问，获取更多有关加皇财富管理研究的信息。

利益冲突披露：加皇财富管理是在美国证券交易委员会注册的经纪商/自营商及投资顾问机构，可提供券商和投资顾问服务。欲了解加皇财富管理在管理有关投资研究的利益冲突方面的政策，可访问以下网址：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。关于与我们的投资咨询业务有关的利益冲突，请参阅本行的表格ADV第II部分或投资顾问组的披露文件。您可向您的财务顾问索取这些文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD表格第二部分或披露文件的权利。

本报告的作者隶属于以下实体之一：加皇财富管理（美国）（加皇资本市场有限公司下属部门，加皇资本市场有限公司为一家证券经纪自营商，主要办公地点位于美国纽约和明尼苏达州）、加皇银行多美年证券有限公司（一家证券经纪自营商，主要办公地点位于加拿大多伦多）、加皇投资服务（亚洲）有限公司（加皇

多美年证券有限公司子公司，加拿大皇家主权证券有限公司为一家证券经纪自营商，主要办公地点在中国香港），加拿大皇家银行新加坡分行（一家持牌批发银行，主要办公地点在新加坡）以及加拿大皇家银行欧洲有限公司（一家持牌银行，主要办公地点在英国伦敦）。

第三方免责声明

全球行业分类标准（GICS）由摩根士丹利资本国际公司（“MSCI”）和标准普尔金融服务有限公司（“S&P”）制定，是摩根士丹利和标准普尔的专有财产和服务商标。加拿大皇家银行已获准使用。摩根士丹利、标准普尔或参与制作或编撰GICS或任何GICS分类的任何其他方概不对该等标准或分类（或使用该等标准或分类得到的结果）做出任何明示或暗示的保证或声明，且所有相关方特此明确拒绝对涉及任何该等标准或分类的一切原创性、准确性、完整性、适销性及特定目的适用性做出任何明示的保证。在不限制前述任何规定的前提下，摩根士丹利、标准普尔及其任何附属公司或参与制作或编撰GICS分类的任何第三方，在任何情况下都不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、从属或任何其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已获悉发生该等损害的可能。

本文所提及的“LIBOR”、“LIBO利率”、“L”或其他LIBOR的缩写是指由洲际交易所（ICE）基准利率管理机构（或管理该利率的任何其他机构）管理的伦敦银行间同业拆借利率。

免责声明

本报告中所包含的信息由加皇财富管理（加皇资本市场有限公司的一个部门）基于被认为可靠的信息来源编制。加拿大皇家银行、加皇财富管理及其附属公司或任何其他人均不对本材料中所含信息的准确性、完整性或正确性作出任何明示或暗示的声明或担保。本报告中所包含的所有观点和估测均为加皇财富管理截至报告撰写日的判断，如有变更，恕不另行通知。我们基于诚信善意的原则提供这些观点和估测，但不就其承担法律责任。过往业绩不一定指示未来表现。未来的回报无法担保，且可能发生本金损失。加拿大各省、美国各州以及世界大多数国家均有各自的法律，对可向居民出售的证券或其他投资产品的类型，以及相应的出售流程作出规定。因此，本报告中所讨论的证券可能不满足在某些司法管辖区内出售的条件。本报告不是，且在任何情况下不得被理解为，任何不具备在某一司法管辖区从事证券经纪或自营业务的合法资格的公司或个人作为证券经纪商或自营商在该司法管辖区内招揽业务的行为。本报告中的所有内容均不构成司法、会计或税务建议或针对个人的投资建议。本材料以向客户（包括属于加拿大皇家银行的附属机构的客户）进行一般性传播为目的进行编制，并未考虑任何可能阅读本材料的具体人员的特殊情况或需求。本报告中所包含的投资或服务可能不适合您，若您对该等投资或服务的适当性存在疑问，建议您咨询独立投资顾问的意见。在法律允许的最大范围内，加拿大皇家银行及其任何附属公司或任何其他人均不对任何因使用本报告或其所含信息引起的直接或间接损失承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先同意，本文件所载的内容不得以任何形式翻印或复制。在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场有限公司的海外附属公司。本报告由加拿大皇家银行资本市场有限公司编制。额外信息可经请求提供。

致美国居民：本出版物经加皇资本市场有限公司批准。加皇资本市场有限公司系纽约证券交易所/ 美国金融业监管局/ 证券投资者保护公司成员，是一家在美国注册的经纪自营商，对本报告及其在美国的传播承担责任。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的相关发行人。任何本报告的美国收件人，若其并非一家注册经纪自营商或以经纪商或自营商身份开展业务的银行，且希望了解有关本报告中所讨论的任何证券的更多信息，或对该等证券进行任何交易，应联系加皇资本市场有限公司，并与其下达订单。国际投资会涉及在美投资常见风险以外的风险，包括汇率波动、涉外税负、政治不稳定性以及不同的会计标准。

致加拿大居民：本出版物经加皇多美年证券有限公司批准。加皇多美年证券有限公司*是加拿大皇家银行附属的独立企业实体。*加拿大投资者保护基金成员。© 加拿大皇家银行的注册商标。经许可使用。加皇财富管理是加拿大皇家银行所有的注册商标。经许可使用。

加皇财富管理（不列颠群岛）：本出版物由加拿大皇家银行欧洲有限公司和加拿大皇家银行投资方案（CI）有限公司发行。加皇欧洲有限公司由审慎监管局授权，并受金融市场行为监管局（FCA）和审慎监管局监管（FCA注册号:124543）。注册办事处：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家银行投资方案(CI)有限公司在泽西岛的投资业务由新泽西金融服务委员会监管。注册办事处：Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands, 公司注册编号119162。

致香港居民：本出版物由加拿大皇家银行香港分行(受香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会的监管)、加皇投资服务(亚洲)有限公司和加皇投资管理(亚洲)有限公司(两者均是受证券及期货事务监察委员会监管的公司)在香港发行。

致新加坡居民：本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行系取得新加坡货币管理局境外银行资格的注册实体。该资料仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。在购买任何产品之前，建议您咨询财务顾问以获取独立的建议。若您未获得独立的建议，您应考虑该等产品对您是否适当。过往业绩不能说明未来表现。如果您有任何关于本出版物的问题，请联系加拿大皇家银行新加坡分行。加拿大皇家银行新加坡分行对本报告及其在新加坡的传播负责。

© 加拿大皇家银行资本市场有限公司 2021 – NYSE/FINRA/SIPC成员

© 加皇家多美年证券公司 2021 – 加拿大投资者保护基金成员

© 加皇欧洲有限公司 2021

© 加拿大皇家银行 2021

版权所有

RBC1524

此中文披露事项及免责声明为英文版本译本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，应以英文版本为准。



**Wealth
Management
财富管理**