

## 谜题未解

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

十年期美债收益率一直低于当前和预期未来通胀的水平。投资者如何理解债券市场上这种明显不合逻辑的走势？

2005年时任美联储主席的格林斯潘发现了一个他称之为“谜题（conundrum）”的问题：尽管美联储将隔夜利率提高了1.5%，10年期政府债券收益率却基本保持不变。

在此之后，如果说有什么变化的话，就是这个谜题被放大了。10年期政府债券收益率比最近观察到的通胀数据低近5%，比市场对中期通胀的预期低近1%，而且自从美联储主席鲍威尔暗示可能转向收紧货币政策以来，美债收益率基本上持平，即使市场预期美联储将在2022年加息近0.75%。显然这个谜题仍有待解开。

### 传统理论和估值似乎并不完善

长期债券利率通常分为三个组成部分：实际经济增速、通胀补偿以及笼统描述其它两个变量不确定性的“期限溢价”。

传统理论会通过经济增长或通胀预期来解释当前低利率：具体而言，明年联邦基金利率可能达到0.75%，未来三年可能达到1.5%，这将导致经济萎缩，使得未来十年实际增速与通胀率低于1.5%。虽然可以利用这些方法计算出结果，我们认为从逻辑上讲，这种论点在很大程度上并不能令人满意，而且与其它市场的情况相抵触。

### 10年期美债收益率与市场通胀交易并不同步



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；逐日数据截至2021年12月8日

明年政府对经济增长的贡献将转向负面，不过大量居民储蓄和消费者表现出来的消费意愿有望抵消这种不利因素。我们认为从基本面和基准利率效应来看，通胀率似乎也将会下降，但考虑到对经济增长的合理预测，可能需要降至通缩区间才能证明10年期美债收益率低于1.5%是合理的。

本周地区分析师的观点，请参阅第3-4页。

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。

以2021年9月12日美国东部标准时间收盘价(美元)为准(除非另有说明)。制作：美国东部标准时间2021年12月9日下午4:24；分发：美国东部标准时间2021年12月9日下午4:43  
请参阅第6页，了解重要和必须的非美分析师披露。

认为经济增长和通胀将证明 10 年期美债收益率合理的观点也与其它市场信号互相矛盾。当前中期通胀率约为 2.5%，而投资级借款人平均可以该水平或更低水平借到近 10 年所需的资金。在企业基本上靠借钱来赚钱的情况下，增速和通胀率能否保持在低位？当然可以。可能会发生这种情况吗？很可能不会，而且这最多不过是个备受争议的观点。

债券市场表面上预测的极低增长环境也很难说与企业盈利和股票估值相符。美国主要股指均处于或接近纪录高位，大盘股估值偏高，市场普遍预测暗示 2022 年标普 500 指数盈利增速将达到 8.5%。

### 更快加息，止于较低水平

10 年期利率持续处于低位的另一种解释是，提前启动加息周期也许会导致美联储在较低水平停止加息。如果美联储在 1.25% 的水平停止加息，并在未来 10 年保持这一水平，那么投资者在当前水平持有 10 年期美债将有望获利。

这种观点的问题在于，目前尚不清楚美联储将如何在数年内维持低于通胀水平的隔夜利率，却不至于触发价格上涨周期，导致更加强烈的反应。长期反通胀因素也许有助于美联储走出困境，但这可能需要消费者的行为发生转变。而且正如鲍威尔的近期言论引发的反应那样，表明美联储可能会作出令人意外的调整；当前 10 年期美债收益率水平似乎无法为美联储的任何意外反应提供缓冲。

### 为什么要在这些价位买入？

我们认为投资者继续在这些价位买入美债、并可能还将继续买入的几个原因是：

- **非价格敏感型资产配置。**机构和散户投资者都有驱动投资决策的资产配置计划。继 2021 年股市强劲的优异表现之后，对固定收益的需求全面扩大。换句话说，在股市处于或接近历史高位的情况下，投资者会转向固定收益产品、尤其是期限较长的固定收益产品，从而有助于防范可能出现经济增长令人失望的情况。
- **不确定性主导一切。**奥密克戎变异株提醒人们新冠疫情风险依然存在，地缘政治则是潜在不确定性的另一个来源。对许多投资者而言，美债获得资本回报的概率较高超过任何资本回报考量。

### 美联储政策将证明低利率的合理性？通胀或构成挑战



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；金月度数据当中 10 年期收益率和联邦基金数据截至 2021 年 11 月 30 日，CPI 数据截至 2021 年 10 月 31 日

- **加息可能会产生更大影响。**明年将会收紧财政政策，我们预计大部分增长动力将来自私人消费。由于许多人的退休账户和房屋净值估值较高，即使无法立即获得这些资金，这种富足的感觉往往也会刺激支出。如果美联储收紧政策对房产或股市产生重大影响，那么即便是温和的紧缩政策也可能会引发较长期债券上涨。
- **别跟美联储对着干。**即使美联储上调短期利率，政策制定者并未表示对收益率曲线的形状感到强烈不适，而是仍将持有到期的美债再投资于新发债券。10 年期收益率偏低可以带来诸多好处，尤其是有助于政府筹措资金。由于美联储显然满足于 10 年期美债收益率偏低，投资者基本上没有大举建仓迎接收益率上升的动力。

### 较长（期限）较低

我们相信 2022 年期间较长期债券收益率可能面临上行压力，不过我们认为明年 10 年期债券收益率很难持续超过 2%，尽管该水平仍远低于美联储预测的名义 GDP 增速。我们认为这种差异的最佳解释是在经济不确定性和非价格敏感型买方的助推之下，政策利率可能会持续处于低位。虽然理论上这些综合因素可能并不令人满意，我们相信它有助于解释美债市场定价明显不合逻辑的现象。

## 美国

Michael Roedl – 明尼阿波利斯

■ 由于投资者担心 2022 年可能增税，市政债券成为年初迄今美国固定收益领域表现最佳的市场之一。不过，**美国市政当局正在尽最后的努力筹集资金，各州和地方政府计划在年底前集中新发约 210 亿美元的市政债券。**如图表所示，12 月计划发行的债券将产生自 2020 年 10 月以来最大的上市总量。因此，尽管对市政债券的持续需求将延续至年底，我们认为供应量激增将使明年美债收益率上升成为可能。

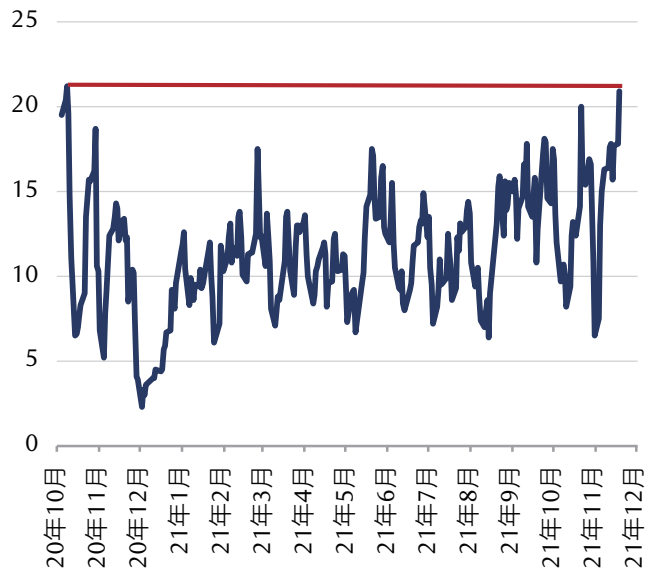
■ 11 月的最新报告中**非农就业人口增加 21 万**，远低于彭博社预发布调查普遍预测的 55 万。**虽然增幅不大，我们认为这份报告不会阻止美联储在下周的政策会议上宣布加快缩减购债的步伐。**尽管 11 月是年初迄今就业增长最慢的一个月，报告中也存在一些积极因素，比如劳动力参与率小幅上升，失业率降至 4.2%。奥密克戎变异株依然令人担忧，不过我们相信美联储将暂时忽视这种风险，因为它正积极尝试遏制美国经济中不断加剧的通胀压力。

■ 在美国财政部警告国会 12 月中旬前将出现现金短缺，从而可能导致即将到期的美债违约之后，**美国参议院领袖舒默 (Chuck Schumer) 和麦康奈尔 (Mitch McConnell) 已就一项提高美国债务上限的新计划达成一致。**该计划还另外包含一项程序性法案，该法案将允许参议院只需简单多数即可提高债务上限，而不是依照冗长辩论规则通常需要 60 票。由于这项程序性法案刚在众议院和参议院获得通过，提高债务上限的正式投票将于 12 月 15 日之前进行。

## 加拿大

Luis Castillo 和 Simon Jones – 多伦多

■ **本周加拿大央行保持货币政策稳定，政策利率和加拿大政府持有债券的总体水平均维持不变。**在 12 月 8 日的会后声明中，央行在宏观经济方面传达出乐观基调，强调 GDP 已经取得预期的进展，劳动力市场已恢复至疫情爆发前水平，同时也认识到

12 月市政债券供应量达到 2020 年 10 月以来的最高水平  
市政债券上市总量 (十亿)

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；逐日数据截至 2021 年 12 月 7 日

奥密克戎变异株带来了新的不确定性。随着量化宽松计划逐步取消和经济步入复苏轨道，债券市场已经消化了 2022 年多次加息的预期。不过，加拿大央行的声明给这些激进预期泼了一盆冷水，因为央行维持前瞻指引，并未暗示可能偏离加息时间表（“2022 年中期”），并重申经济持续疲软说明提供相当水平的货币政策支持仍具有合理性。

■ **11 月加拿大劳动力市场表现强劲，新增 15.4 万个就业岗位，远超普遍预期的 3.75 万。**增幅超出预期的潜在驱动因素包括安大略省和魁北克省继续放松公共卫生限制，以及结束加拿大复苏福利金 (Canadian Recovery Benefit) 等财政计划。服务生产部门的就业人数虽然仍远低于疫情爆发前的水平，却占 11 月聘用人数的大部分，同期新增了 12.7 万名雇员。不过就业仍实现广泛增长，6 个省份公布的就业人口有所增加，商品生产部门增加了 2.7 万个就业岗位，虽然增幅较小，但仍令人印象深刻。由于劳动力参与率实际上与 10 月持平，11 月就业强劲增长使得失业率下降 0.7 个百分点至 6.0%。展望未来，11 月报告中未提及的不列颠哥伦比亚省严重洪灾可能会对 12 月的就业造成不利影响。

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ **欧洲斯托克 600 指数 (不含英国) 已经收复新冠病毒奥密克戎变异株消息传出以来的大部分失地。**期间旅游休闲和银行板块表现最糟, 二者分别受到旅游限制加码和长期利率下调的影响。

■ 近期的消息面无疑预示着某些短期不确定性, 也许会导致未来几周波动性持续加剧。不过我们认为, **新冠病毒死灰复燃不太可能对 2022 年的欧洲经济或盈利前景产生重大影响。**因此, 我们认为投资者应在投资组合中增持或持有高于基准水平的欧洲股票。

■ 我们仍建议避免极端仓位以及固守单一宏观看法。相反鉴于系统中的成本通胀压力, **我们尤其强调持有具有强大定价权公司的股票,** 并建议综合持有长期增长股、优质周期股和防御性公司的股票。

■ **本月迄今为止英镑持续暴跌。**原因之一在于, 对奥密克戎变异株的担忧也许意味着 12 月 16 日英国央行政策会议的加息决定将会推迟。另一个原因则是英国首相约翰逊卷入丑闻, 威胁到他的政治生命。根据加拿大皇家银行资本市场的数据库, 他在 2024 年大选时仍领导保守党的几率远低于 50%, 这引发了政治不确定性担忧。12 月中旬举行北什罗普郡 (North Shropshire) 选区的补选将成为约翰逊的下一个政治考验。

### 英镑处于年初以来的最低水平

英镑 / 美元



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 逐日数据截至 2021 年 12 月 8 日

■ 最后, **政府宣布了限制奥密克戎变异株传播的措施,** 包括指示在可能的情况下居家工作, 为进入大型场所提供疫苗护照, 并要求在许多公共场所佩戴口罩。尽管此类措施也许无助于经济复苏, **我们预计它们不会成为重大阻力。**

## 亚太

Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

■ 在日本和中国的引领之下, **本周亚太股市普遍走高。**在东京, 由于对奥密克戎变异株影响的担忧得到缓解, 投资者买入在近期抛售中估值下降的股票, 如软银集团 (9984 JP) 和旅游相关股票, 日经 225 指数出现上涨。

■ 12 月 3 日中国总理李克强表示中国将提高宏观经济政策的针对性和有效性, 以确保经济稳定和健康增长, 随后**中国人民银行宣布将自 12 月 15 日起下调存款准备金率 15 个基点。**此次降准将释放人民币 1.2 万亿元的流动性。我们预计降准将对经济增长产生微弱的正面影响, 有助于缓解流动性担忧, 并释放长期稳定的资金, 有望对宏观经济增长产生较高的乘数效应。

■ **周三美国众议院通过了一项法案,** 就所谓的压迫少数民族问题**对中国采取更加强硬的立场。**如果该法案经签署成为法律, **将对从新疆进口的商品实施新的限制,** 以确保美国国内不会买卖通过强迫维吾尔人、哈萨克人、吉尔吉斯人和其他少数民族劳动生产的商品, 中国外交部称该法案“纯属政治操弄”, 并否认该地区存在强迫劳动现象。新疆生产的多晶硅约占全球总产量的一半, 而多晶硅是太阳能电池板的关键材料; 不出所料, 多数中国太阳能设备制造商的股票在亚洲交易时段对上述声明反应消极。

■ 据彭博社报道, **佳兆业集团 (Kaisa group Holdings Ltd.) 的债券持有人小组即将与这家开发商签署保密协议,** 此举将为这家陷入困境的公司潜在融资协议谈判铺平道路。该集团一直在讨论各种可能的融资安排。佳兆业的债权人尚未收到周二到期的 4 亿美元债券兑付, 本周该公司可能会成为第二家违约的中国大型房地产开发商。

## 市场 行情

数据截至 2021 年 12 月 9 日

股票(本币)	价位	月初至今	年初至今	1年期	2年期
标普500指数	4,667.45	2.2%	24.3%	27.1%	48.8%
道琼斯工业平均指数	35,754.69	3.7%	16.8%	18.9%	28.1%
纳斯达克指数	15,517.37	-0.1%	20.4%	25.8%	80.0%
罗素2000指数	2,220.21	1.0%	12.4%	16.7%	36.2%
标普/多伦多综合指数	20,925.49	1.3%	20.0%	19.2%	23.4%
富时全股指数	4,167.39	3.5%	13.4%	12.7%	3.7%
欧洲斯托克600指数	476.99	3.0%	19.5%	20.8%	17.4%
欧洲斯托克50指数	4,208.30	3.6%	18.5%	19.2%	14.6%
恒生指数	24,254.86	3.3%	-10.9%	-8.5%	-8.5%
上证综指	3,673.04	3.1%	5.8%	8.9%	26.0%
日经225指数	28,725.47	3.2%	4.7%	7.1%	22.6%
印度Sensex指数	58,807.13	3.1%	23.2%	27.6%	45.2%
新加坡海峡时报指数	3,142.45	3.3%	10.5%	10.5%	-1.2%
巴西Ibovespa指数	106,291.20	4.3%	-10.7%	-5.9%	-4.2%
墨西哥Bolsa IPC指数	51,238.02	3.1%	16.3%	19.9%	22.1%
政府债券(基点变化)	收益率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美国10年期债券	1.497%	5.3	58.4	56.1	-32.2
加拿大10年期债券	1.512%	-5.6	83.5	76.0	-7.5
英国10年期债券	0.755%	-5.4	55.8	49.4	-0.8
德国10年期债券	-0.353%	-0.4	21.6	25.2	-4.6
固定收益(回报)	收益率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美国合计	1.77%	-0.5%	-1.8%	-1.2%	5.7%
美国投资级企业债券	2.36%	-0.4%	-1.4%	-0.3%	8.7%
美国高收益企业债券	4.40%	1.2%	4.6%	5.5%	13.7%
大宗商品(美元)	价格	月初至今	年初至今	1年期	2年期
黄金(现货美元/盎司)	1,775.37	0.0%	-6.5%	-3.5%	21.5%
白银(现货美元/盎司)	21.96	-3.8%	-16.8%	-8.3%	32.2%
铜(美元/吨)	9,654.75	1.5%	24.6%	25.3%	59.7%
原油(WTI现货/桶)	70.94	7.2%	46.2%	55.8%	20.2%
原油(布伦特现货/桶)	73.90	4.7%	42.7%	51.2%	15.0%
天然气(美元/百万英热单位)	3.78	-17.2%	48.9%	54.8%	69.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	96.2440	0.3%	7.0%	5.7%	-1.4%
加元/美元	0.7869	0.6%	0.2%	0.9%	4.2%
美元/加元	1.2707	-0.6%	-0.1%	-0.9%	-4.0%
欧元/美元	1.1291	-0.4%	-7.6%	-6.5%	2.1%
英镑/美元	1.3220	-0.6%	-3.3%	-1.3%	0.6%
澳元/美元	0.7148	0.3%	-7.1%	-4.0%	4.8%
美元/日元	113.4800	0.3%	9.9%	8.9%	4.5%
欧元/日元	128.1300	-0.1%	1.5%	1.7%	6.7%
欧元/英镑	0.8541	0.2%	-4.4%	-5.3%	1.5%
欧元/瑞郎	1.0437	0.2%	-3.5%	-2.9%	-4.5%
美元/新加坡元	1.3651	0.0%	3.3%	2.0%	0.4%
美元/人民币	6.3776	0.2%	-2.3%	-2.5%	-9.4%
美元/墨西哥比索	20.9513	-2.3%	5.2%	5.4%	8.9%
美元/巴西雷亚尔	5.5802	-0.8%	7.3%	8.0%	34.8%

除巴西 Ibovespa 指数外, 股票回报不包括股息。债券收益率按本币计算。铜技术指标和美国固定收益回报数据截至周三收盘。指数衡量美元兑其他六种主要货币的表现。货币汇率反映市场惯例(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 0.78, 表示 1 加元相当于 0.78 美元。加元兑美元回报为 0.2%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.2%。美元/日元为 113.48, 表示 1 美元可兑换 113.48 日元。美元兑日元回报为 9.9%, 表示年初至今美元兑日元上涨 9.9%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 12 月 9 日美国东部时间下午 4:35。

## 作者

### Atul Bhatia (CFA) – 美国明尼阿波利斯

atul.bhatia@rbc.com; 加拿大皇家银行资本市场有限公司

### Michael Roedl – 美国明尼阿波利斯

michael.roedl@rbc.com; 加拿大皇家银行资本市场有限公司

### Luis Castillo – 加拿大多伦多

luis.castillo@rbccm.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

### Simon Jones – 加拿大多伦多

simon.jones@rbccm.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

### Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; 加拿大皇家银行欧洲有限公司

### Thomas McGarrity (CFA) – 英国伦敦

thomas.mcgarrity@rbc.com; 加拿大皇家银行欧洲有限公司

### Nicholas Gwee (CFA) – 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; 加拿大皇家银行新加坡分行

## 披露与免责声明

### 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。

参与撰写本报告的一名或多名研究分析员 (i) 并非于纽约证券交易所 (「NYSE」) 和 / 或美国金融业监管局 (「FINRA」) 注册或符合资格的研究分析员, 且 (ii) 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 (涵盖六间或以上公司), 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 <http://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。

## 评级分布

就评级分布而言, 监管法规要求成员公司将评级确定为三种评级类型之一 — 购买、持有 / 中立或出售 — 无论公司自己有何种评级类型。尽管加皇资本市场有限公司的首选 (TP) / 跑赢板块 (O)、与板块持平 (SP) 以及跑输板块 (U) 的评级基本与买入、持有 / 中性以及卖出的评级对应, 但它们的含义有所不同, 因为我们的评级是在相对基础上作出的。

### 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

### 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。

截至 2020 年 3 月 31 日, 加拿大皇家银行资本市场已经停用首选评级。首选评级的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回报, 具有较好的风险回报率。首选评级的证券已被重新分配至我们的跑赢板块评级的证券类别, 此类证券预期未来 12 个月的回报大幅跑赢板块平均数。

**评级: 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。

**限制 (R):** 当加拿大皇家银行在某些合并或其它战略交易中担任顾问以及在某些其它情况下, 加拿大皇家银行的政策禁止包括投资建议在内的某些沟通。**未评级 (NR):** 由于加拿大皇家银行资本市场充当该公司顾问时的适用法律、监管或政策限制, 评级、价格目标和预测已被剔除。

**风险评级: 投机** 风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份成交量流动性低、资产负债表杠杆程度偏高或营运历史有限, 致使财务及 / 或股价波幅预期较高。

### 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经理, 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: <http://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)、加皇新加坡分行 (一家持牌批发银行, 主要办公地点在新加坡), 以及加皇欧洲有限公司 (一家持牌银行, 主要办公地点在英国伦敦)。

## 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。加皇财富管理投资组合顾问团队为公司参与投资构建含有各个有价证券的投资组合的投资顾问 / 财务顾问提供资产配置及投资组合构建方面的支持。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。

## 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。

本报告提及的 “LIBOR”、“LIBOR 利率”、“L” 或其它 LIBOR 缩写是指由洲际交易所基准管理机构 (ICE Benchmark Administration) (或接管该利率的其他任何人) 管理的伦敦银行同业拆借利率。

## 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。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。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 / 证券投资者保护协会会员, 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会员。© 加拿大皇家银行注册商标。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。

**加拿大皇家银行财富管理 (不列颠群岛):** 本出版物由加拿大皇家银行投资管理 (英国) 有限公司和加拿大皇家银行投资方案 (CI) 有限公司发行。加拿大皇家银行投资管理 (英国) 有限公司由金融行为监管局授权和监管 (参考编号: 146504)。注册地址: Riverbank House, 2 Swan Lane, London, EC4R 3BF, 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。注册地址: Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands, registered company number 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) 和加皇投资服务 (亚洲) 有限公

司 (受证券及期货事务监察委员会的监管) 在香港发行。向澳大利亚提供的金融服务: 可根据适用法律在澳大利亚提供金融服务。加拿大皇家银行香港分行依据加拿大皇家银行的澳大利亚金融服务许可 (“AFSL”) (编号 246521) 提供金融服务。

**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。本材料以进行一般性传播为目的编制, 并未考虑任何接收者的目标财务状况和需求。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, 您应考虑该等产品是否适合您。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。

版权所有 © 2021 加皇资本市场有限公司 - 纽约证券交易所 / 美国金融业监管局 / 美国证券投资者保护协会会员

版权所有 © 2021 加皇多美年证券公司 - 加拿大投资者保护基金 (CIPF) 成员

版权所有 © 2021 加拿大皇家银行欧洲有限公司

版权所有 © 2021 加拿大皇家银行

版权所有

RBC1253

**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。**



财富  
管理