

曲线倒挂导致过度担忧

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

近期出现了关于收益率曲线倒挂预示衰退风险的讨论，我们认为已经超前于数据和经济状况。重要的是要记住收益率曲线并非生而平等，我们得出的结论是实际情况与之大相径庭。

过去 75 年以来，每次经济衰退开始之前都出现了收益率曲线倒挂现象（即短期利率高于长期利率），并预告熊市导致股市大幅下挫。平均而言，出现倒挂的时间比经济萎缩早 11 个月，比股市见顶早近 6 个月。

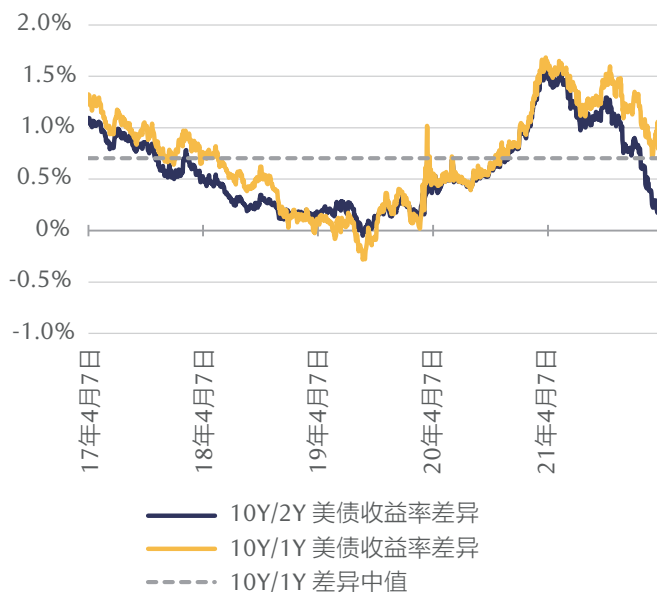
鉴于以往的记录，或许可以理解金融和大众媒体紧盯该指标，并在预测经济衰退“即将来临”和“不可避免”时经常提及相对利率水平。不过近期多数报告并未考虑到该指标预测能力背后的经济逻辑，我们认为报告结论是对美国当前衰退概率的错解读。

收益率曲线并非生而平等

我们最近看到的所有关于收益率曲线趋平和倒挂的讨论，都没有关注 10 年期美债收益率和 3 个月期借款利率之间的差异。一方面，这并不令人惊讶：10 年期美债相对于 3 个月期美债收益率相距倒挂水平甚远，而且最近还持续趋陡，而不是趋平。与此同时，像这样对 10 年期与 3 个月收益率差异避而不谈的确令人惊讶：毕竟收益率曲线陡度指标是多数有关经济衰退预测

收益率曲线倒挂之谈似乎为时过早

我们的首选指标高于历史平均水平



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

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 2022 年 4 月 6 日美国东部标准时间收盘价 (美元) 为准 (除非另有说明)。制作：2022 年 4 月 7 日美国东部标准时间下午 3:24；分发：2022 年 4 月 7 日美国东部标准时间下午 3:35 请参阅第 6 页，了解重要和必须的非美分析师披露。

学术研究的基础, 而且作为美联储偏爱的收益率曲线衡量指标也并非巧合。

尽管媒体关注的焦点是最近 2 年期与 10 年期收益率曲线出现倒挂, 美联储注重 3 个月期与 10 年期收益率曲线的背后存在经济逻辑。银行贷款是许多公司资本结构中的重要组成部分, 这些贷款通常与短期借款利率 (如 3 个月期收益率) 挂钩。10 年期美债收益率是反映市场增长预期的合理指标。因此, 随着 3 个月期利率升至 10 年期收益率上方, 在增长预期回升之前企业高管搁置资本项目, 转而这些资金偿还短期贷款并不令人意外。这往往会限制整体经济增长, 为收益率曲线趋平与衰退概率之间的联系提供亟需的逻辑。当媒体讨论收益率曲线上的其它期间出现趋平现象时, 这种联系往往会被忽略或掩盖。

考虑未来政策动向

基于 3 个月期利率衡量利率曲线的潜在缺点是, 当美联储发出重大利率政策转变信号时, 其调整速度较慢。出于这个原因, 许多债券交易部门在谈及倒挂时更倾向于关注 2 年期与 10 年期美债收益率, 他们认为 2 年期更好地纳入了市场对短期利率走势的预测, 并能提前发出可能出现经济衰退的信号。这种方法这种方法的明显问题在于难以预测美联储未来的政策, 毕竟债券市场观察人士很少 (如果有的话) 预测后面两年的货币政策。

我们采用 1 年期与 10 年期政府债券差异作为收益率曲线的衡量指标。将注意力控制在未来 12 个月之内可以更好地了解美联储可能作出的调整, 同时发出导致市场明显逆转平均近 6 个月的信号。我们将这种收益率曲线衡量方法纳入我们的美国衰退记分卡, 其中还包括另外六个关键的领先经济指标。有关我们衰退记分卡的完整更新, 请参阅本月全球透视的[全球股市评述](#)。

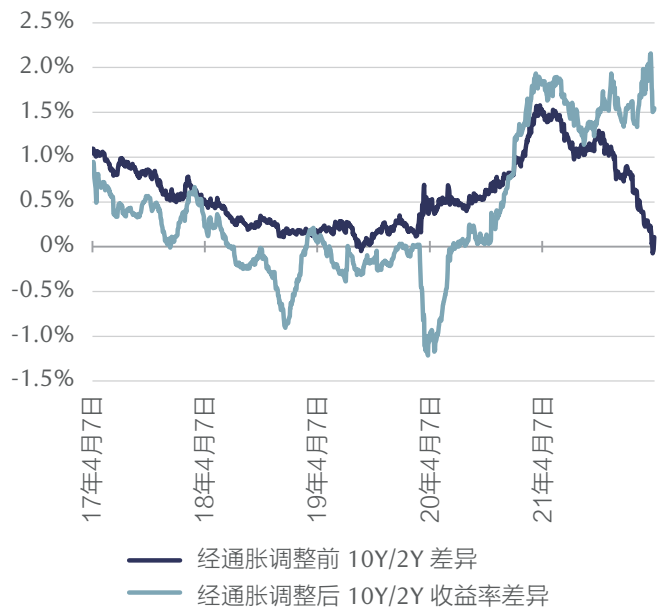
截至 4 月 7 日上午, 10 年期与 1 年期美债收益率之间的差异为 +0.86%, 使得我们的指标稳定处于良性区间。如果利差收窄至 0.3% 以下, 我们很可能会将收益率曲线信号调整为谨慎中性, 如果转为负值 (即 1 年期收益率超过 10 年期收益率), 我们会将记分卡上的该指标标记为红色。就目前情况而言, 我们认为仍相距甚远。

真实情况并不相同

当前收益率曲线分析中的另一个因素是通胀率。在美国近代经济史上的大部分时间里, 多数投资者事后才会考虑通货膨胀。

通胀预期导致收益率曲线倒挂

以相对利率来看实际收益率又是另一番景象



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

目前的情况显然并非如此, 消费物价指数正以 40 年来最高的速度上升。

将通胀率纳入收益率曲线分析的方法之一是关注基于消费物价变化调整现金流的通货膨胀保值债券 (TIPS)。此类债券为我们提供了所谓的“实际收益率”, 剔除了通货膨胀的影响。该指标显示还远未到曲线倒挂之时; 如上图所示, 今天开盘时 10 年期与 2 年期实际收益率的差异处于非常健康的水平 1.37%。TIPS 市场非但没有发出经济衰退的信号, 反而表明了对美联储最终能够控制物价的信心, 这也得到了其它通胀指标的佐证。

缺乏证据不代表证据不存在

近期出现了关于收益率曲线倒挂预示衰退风险的讨论, 我们认为已经超前于数据和经济状况。

尽管我们承认经济扩张面临的风险上升, 尤其是在 2023-2024 年, 我们仍认为 2022 年将实现正向经济增长, 只是速度正在放缓。

我们认为多数长线投资者由风险资产转移存在较高的门槛, 因为这可能会损害长线投资组合收益。根据近期收益率曲线动向, 我们认为目前投资者这样做并不明智。

美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

■ 由于俄乌冲突持续，美国股市将迎来过去四周来的首周下跌。截至周四早盘标普 500 指数本周已累计下跌 1.6%，跑赢下跌 2.6% 的纳斯达克指数和下跌 4.0% 的罗素 2000 指数。道琼斯工业平均指数以 1.5% 的周跌幅领先美国主要股指。由于防御型板块为美国股市带来稳定因素，本周价值股跑赢增长股。

公用事业、医疗保健和必需消费品股票明显领涨，截至周四早盘涨幅至少已达 0.8%。工业、非必需消费品和科技股表现疲软，半导体股跌幅接近 5%，本周也成为该板块 2022 年表现最糟糕的一周。

■ 在即将进入一季度财报季之际，从盈利预期的角度观察市场估值颇为有趣。具体来说，2022 年标普 500 指数基于普遍盈利预期的市盈率已由 1 月初的 23.5 倍降至目前的 19.7 倍。估值收缩显而易见，而年初迄今该指数的跌幅为 6%。尽管市盈率收缩 16%，股价跌幅却如此之小，原因在于今年以来盈利预期的变化。具体而言，年初迄今对 2022 年的盈利预期上调了 5 美元，达到 228 美元。因此尽管 2022 年迄今市场持续走低，但实际上普遍预测的盈利上调了 2%，从而导致估值降幅超出市场预期。

■ 每周初请失业金人数报告显示申请人数少于预期，公布的数据为 16.6 万，远不及普遍预测的 20 万，成为 1968 年以来的最低水平。服务业活动也略超预期强劲，本周公布的 3 月 ISM 非制造业采购经理人指数为 58.3，高于预期的 58.2，表明经济持续扩张。

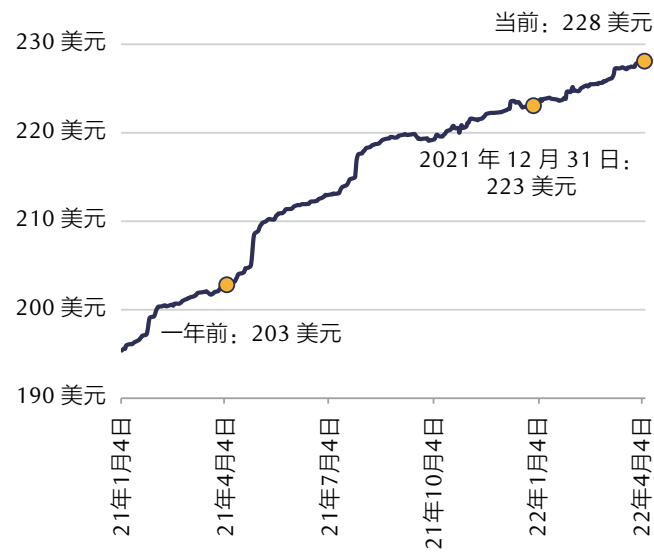
加拿大

Matt Altro 和 Richard Tan(CFA) – 多伦多

■ 加拿大央行 2022 年一季度商业前景调查 (BOS) 是对将于 4 月 13 日举行的央行会议上宣布加息 0.5% 预期上升的再次确认。该季度报告旨在发现企业痛点，并根据行业高管报告中大量生产、劳动力和需求 / 供应预期衡量经济状况。调查结果

2022 年标普 500 指数每股盈利预测继续攀升

2022 年标普 500 指数每股盈利自下而上的普遍预测



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2022 年 4 月 6 日

显示经济放缓，表示劳动力或供应链问题导致产能压力的企业数量创下纪录，约半数企业预计未来 12 个月销售增长将会放缓。根据调查结果和加拿大六大银行当前的一致预期，加拿大很快将迎来 2000 年以来首次加息 0.5% 的概率似乎正在加大 (加拿大央行通常会以 0.25% 的幅度上调基准利率)。加拿大皇家银行经济研究部预计年底时利率可能会达到 2%，比当前水平高出 1.5%。

■ 2022 年一季度标普 / 多伦多综指上涨近 4%，以加元计算比标普 500 指数高出 900 个基点 (9%)。造成这种差异的原因是标普 / 多伦多综指中能源和原材料板块的比重较高，合计占比约达 30%，而二者分别上涨了约 29% 和 20%。另一方面，信息技术成为本季度表现最差的板块，跌幅约达 35%，但在该指数中占比较小，约为 7%。总体而言，尽管我们承认美债收益率曲线持续发出与经济前景相矛盾的信号，我们依然看好加拿大股市走势，因为我们认为多数行业基本面健康，同时估值合理。尤其是标普 / 多伦多综指当前基于 2023 年盈利普遍预期的市盈率约为 13.5 倍，而 2015 年以来平均为 17.2 倍。

欧洲

Rufaro Chiriseri(CFA) 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

■ 在本周日 (4 月 10 日) 法国总统大选首轮投票前的民意调查显示, 总统马克龙 (Emmanuel Macron) 和极右翼民粹主义总统候选人勒庞势均力敌, 市场预计政治不确定性和风险加大, 导致本周法国基准指数 CAC40 指数表现不佳。尽管民意调查显示马克龙将留任总统职位, 最新民意调查显示勒庞正逐步取得优势, 如果她进入 4 月 24 日的最后一轮选举, 可能会比两人在 2017 年大选作为对手时的投票结果更加接近。

■ 本周 10 年期法国政府债券收益率反映了大选紧张竞逐的风险, 法国与德国 10 年期政府债券的息差超过 2 月的峰值, 由民调指标公布前的 0.43% 扩大至 0.54%。与其它政治风险升高时期相比, 息差依然较小; 不过在选举结果公布之前仍有可能出现波动。

■ 鉴于勒庞广为人知的疑欧倾向, 我们认为欧洲股市可能会对她胜选作出负面反应。在我们看来, 市场关注的关键风险是勒庞当选总统可能会对欧盟内部的团结构成潜在挑战。就应对俄罗斯入侵乌克兰而言, 近期欧盟表现出了强大的凝聚力和团结。

■ 周四公布的 3 月欧洲央行会议纪要显示出现分歧, 因为“部分拥有投票权的成员倾向于设定在夏季期间结束资产购买计划 (APP) 的明确日期”, 而另一些成员则倾向于采取“观望态度”。根据部分成员的说法, 如果今夏结束 APP 计划, 2022 年第三季度的加息路径将会更加清晰。会议纪要公布后, 对 9 月加息的预期和债券收益率有所上升, 表明市场将会议纪要解读为鹰派倾向。部分成员正推动年底前加息两次, 另一些成员则由于乌克兰战事的不确定性显得更加谨慎。

亚太

Jasmine Duan – 香港

■ 投资者担心美联储激进收紧政策可能导致经济增长放缓, 进而损害企业盈利, 令本周亚洲股市承压。中国延长了对金融中心和工业重地上海的新冠疫情封锁措施, 加剧了对全球供应

财新中国服务业采购经理人指数降至 2020 年 2 月以来的最低水平



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 月度数据始于 2019 年 2 月 28 日

链和中国增长前景的担忧。3 月衡量中国服务业活动的财新中国服务业采购经理人指数 (PMI) 由上个月的 50.2 降至 42.0, 处于 2020 年 2 月以来的最低水平。

■ 由于服务业 PMI 数据疲弱, 周三中国国务院承诺将“适时”运用货币政策工具, 并采取其它支持消费的措施。中国人民银行还宣布计划设立基金, 为负债累累的金融机构提供支持, 不过并未透露具体规模。

■ 中国加大了遏制新冠肺炎感染零容忍政策的力度, 我们预计短期内不会改变该政策。我们认为只有为未来做好更加充分的准备之后, 才会转向“轻防疫”或逐步重启。关键在于提高加强针接种率, 尤其是对老年人而言。不到 50% 的人口接种了第三针, 而在 80 岁以上的人群当中, 该比例约为 20%。

■ 韩国大型芯片和智能手机制造商三星电子 (0005930 KS) 公布的一季度盈利初值超出分析师的预期。营业利润增长 50%, 达到 14.1 万亿韩元 (116 亿美元), 销售额增长 18%, 达 77 万亿韩元。该公司业绩强劲得益于对新款智能手机和存储芯片的需求旺盛。数据中心扩张和全球转向 5G 通信继续刺激半导体需求。在 2022 年下半年半导体和显示器行业健康反弹的支撑之下, 该公司预计 2022 年盈利将稳步增长。

市场 行情

数据截至 2022 年 4 月 6 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	4,481.15	-1.1%	-6.0%	10.0%	68.2%
道琼斯工业平均指数	34,496.51	-0.5%	-5.1%	3.2%	52.1%
纳斯达克指数	13,888.82	-2.3%	-11.2%	1.4%	75.5%
罗素2000指数	2,016.94	-2.6%	-10.2%	-10.7%	77.1%
标普/多伦多综合指数	21,788.60	-0.5%	2.7%	14.1%	60.3%
富时全股指数	4,218.12	0.7%	0.2%	8.2%	37.9%
欧洲斯托克600指数	455.97	0.0%	-6.5%	4.8%	42.2%
欧洲斯托克50指数	3,824.69	-2.0%	-11.0%	-3.7%	36.8%
恒生指数	22,080.52	0.4%	-5.6%	-23.7%	-7.0%
上证综指	3,283.43	1.0%	-9.8%	-5.7%	18.8%
日经225指数	27,350.30	-1.7%	-5.0%	-7.9%	47.2%
印度Sensex指数	59,610.41	1.8%	2.3%	21.2%	116.1%
新加坡海峡时报指数	3,422.95	0.4%	9.6%	6.7%	38.5%
巴西Ibovespa指数	118,227.75	-1.5%	12.8%	0.6%	59.6%
墨西哥Bolsa IPC指数	55,438.73	-1.9%	4.1%	15.5%	61.2%
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	2.592%	25.4	108.2	93.6	192.2
加拿大10年期债券	2.514%	10.9	108.8	102.6	174.9
英国10年期债券	1.703%	9.3	73.2	90.6	136.9
德国10年期债券	0.647%	9.9	82.4	96.3	107.2
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	3.11%	-1.1%	-6.9%	-5.6%	-4.6%
美国投资级企业债券	3.75%	-1.0%	-8.6%	-5.8%	3.4%
美国高收益企业债券	6.09%	-0.2%	-5.0%	-1.4%	24.9%
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)	1,925.19	-0.6%	5.2%	10.4%	15.9%
白银(现货美元/盎司)	24.45	-1.4%	4.9%	-2.8%	63.0%
铜(美元/吨)	10,433.00	0.6%	7.1%	15.2%	114.2%
原油(WTI现货/桶)	96.23	-4.0%	25.0%	62.2%	269.0%
原油(布伦特现货/桶)	101.78	-5.7%	30.9%	62.2%	208.0%
天然气(美元/百万英热单位)	6.07	7.5%	62.6%	146.9%	250.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.6130	1.3%	4.1%	7.9%	-1.1%
加元/美元	0.7976	-0.2%	0.8%	0.2%	12.5%
美元/加元	1.2538	0.3%	-0.8%	-0.2%	-11.1%
欧元/美元	1.0900	-1.5%	-4.1%	-8.2%	1.0%
英镑/美元	1.3072	-0.5%	-3.4%	-5.4%	6.9%
澳元/美元	0.7512	0.4%	3.4%	-2.0%	23.4%
美元/日元	123.7800	1.7%	7.6%	12.8%	13.3%
欧元/日元	134.9300	0.2%	3.1%	3.5%	14.5%
欧元/英镑	0.8339	-1.0%	-0.9%	-2.9%	-5.5%
欧元/瑞郎	1.0169	-0.4%	-2.0%	-8.0%	-3.7%
美元/新加坡元	1.3600	0.4%	0.8%	1.6%	-5.1%
美元/人民币	6.3598	0.3%	0.1%	-2.7%	-10.3%
美元/墨西哥比索	20.1614	1.5%	-1.8%	0.0%	-18.1%
美元/巴西雷亚尔	4.7182	-0.5%	-15.4%	-15.6%	-10.7%

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 0.79, 表示 1 加元相当于 0.79 美元。加元兑美元回报为 0.8%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.8%。美元 / 日元为 123.78, 表示 1 美元可兑换 123.78 日元。美元兑日元回报为 7.6%, 表示年初至今美元兑日元上涨 7.6%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2022 年 4 月 6 日收盘。

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

Ben Graham (CFA) – 美国明尼阿波利斯

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

Matt Altro – 加拿大多伦多

matt.altro@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Richard Tan (CFA) – 加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Rufaro Chiriseri (CFA) – 英国伦敦

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

Thomas McGarrity (CFA) – 英国伦敦

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

Jasmine Duan – 中国香港

jasmine.duan@rbc.com; 加拿大皇家银行投资服务 (亚洲) 有限公司

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 2022 年 3 月 31 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]	841	57.68	330	39.24
持有 [与板块持平]	569	39.03	172	30.23
卖出 [跑输板块]	48	3.29	3	6.25

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中招揽业务的行为。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会。© 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 © 2022 加皇资本市场有限公司 - 纽约证券交易所 / 美国金融行业监管局 / 美国证券投资者保护公司会员

版权所有 © 2022 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 © 2022 加拿大皇家银行欧洲有限公司

版权所有 © 2022 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