

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

来自全球投资咨询委员会的观点

2023 年 8 月

失控的反弹

股市从 2022 年低点持续攀升的时间比预期更长。是时候考虑对股票投资组合进行重新布局了吗？

Jim Allworth | 第 4 页

本期内容



全球固定收益

随着气温升高，
收益率也攀升



美国经济衰退记分卡

现状

制作时间：美国东部时间 2023 年 8 月 2 日下午 2:41；发布时间：美国东部时间 2023 年 8 月 2 日下午 3:50

有关重要且必需的非美国分析师披露信息，请参阅[第 14 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。

目录

4 全球股票：失控的反弹

股市自 2022 年 10 月低点攀升持续的时间比很多人预期的更长、幅度比预期更大。市场可能还会进一步上涨。但是，由于领先指标变得越来越负面，并且宏观逆风增强，我们认为，投资者考虑重新布局的时间越来越近了。

8 随着气温升高，收益率也攀升

由于全球通胀压力持续降温，我们可能已经看到全球主要央行本轮周期的最后一次加息。在全球债券收益率再次攀升的情况下，投资者的机会窗口是否正在延长？

10 现状

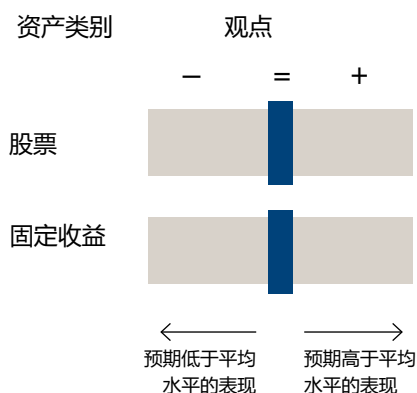
今年夏天到目前为止，经济衰退记分卡指标没有变化，但这并不意味着经济衰退不会到来。

市场透视

- 3 加拿大皇家银行投资观点
- 4 全球股票
- 8 全球固定收益
- 10 美国经济衰退记分卡

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。

数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理

股票

- 由于美国经济数据保持韧性，以及市场认为美联储已经结束或可能很快结束其历史性加息行动，去年 10 月开始的全球股市涨势在 7 月延续。
- 自本轮反弹行情开始以来，我们的立场一直是将股票投资组合的投资保持在长期投资者的典型水平（即战略建议水平或市场权重配置）。我们坚持这样的观点，因为对美国经济的乐观情绪和“害怕错过”（FOMO）的影响导致我们认为上涨态势可能会进一步延续。“害怕错过”通常会吸引机构投资者在市场意外走高时追逐反弹。
- 但我们认为，股市持续上涨需要的不仅仅是“害怕错过”。这需要美国避免经济衰退，并让这个世界上最经济体的经济增长有所加速。虽然有可能实现软着陆，但我们仍然看到很多因素表明，今年晚些时候或明年将陷入经济衰退。我们越来越认为，投资者应将个股选择的重点放在那些资产负债表具有韧性、股息可持续、商业模式对经济周期不那么敏感的优质企业上。

固定收益

- 由于交易员权衡所有主要央行的下一步举措，固定收益市场的波动有所减弱。彭博全球综合债券指数的平均收益率为 3.8%，仍接近 2022 年 4.0% 的高点，也是 2008 年以来全球债券收益率的最高点。尽管各国央行基本上仍保持鹰派，但在 7 月加息后，美联储和欧洲央行有望在今年年内按兵不动，而另一方面，英国央行可能在 2023 年剩余时间内多次加息。
- 由于收益率再度接近多年高点，我们维持对美国固定收益的市场权重配置。我们维持对高收益公司债券的市场权重配置，因为美国和全球经济的阴霾前景可能进一步消散。我们仍然增持美国政府债券，因其收益率具有吸引力，以及如果经济衰退风险在 12 个月的投资期限内重新出现，能够提供下行保护。
- 我们维持对全球固定收益的市场权重配置，并保持对公司信用债的市场权重配置。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

失控的反弹

- 股市从去年秋初的低谷反弹的行情进一步持续，而且比大多数人预期的持续时间更长。美国大盘股的优异表现在很大程度上是由少数科技股和科技相关股票的飙涨推动的，这些股票在基准指数中所占的比重过大，导致很多基金经理跑步向前，以免被落在后面。
- 强劲的股市和一些好于预期的经济数据再次燃起了人们对美国经济可能实现“软着陆”而非陷入经济衰退的希望。尽管不能排除出现这种良性结果的可能性，但一些不利因素已经表明，由于美联储历史性的一系列加息对经济的全面影响尚未显现，形势将变得更加严峻。
- 尽管存在上述所有情况，并且尽管去年秋季具有吸引力的估值早已不复存在，但我们认为本轮反弹行情还会持续一段时间。但由于经济衰退仍然是最有可能的结果，投资者应集中精力进行个股选择。

股市从 2022 年秋初低点开始的反弹一直持续到 2023 年 7 月，也就是说，持续时间比大多数人可能直到最近所认为的要长得多。日本东证股价指数和美国标普 500 指数处于领先地位。美国小盘股、加拿大多伦多证券交易所和英国富时全股指数的情况糟糕得多。韩国综合股价指数 (KOSPI) 的走势一直非常低迷，我们在这里提到它是因为该指数在某些方面被视为美国经济和股市未来方向的领先指标，而这得益于韩国作为向美国出口计算机芯片、智能手机、工业品和耐用消费品的主要出口国的角色。

标普 500 指数相对强劲的上涨很大程度上归功于大量报道的少数几家超大盘科技和科技相关股票的**领先表现**，按权重计算，这些股票合计占该指数的 25% 以上；未加权指数呈现出的情况则缺乏活力。这些飙涨的超大盘股均未被纳入美国以外表现更平静的指数之中。

自本轮反弹行情以来，我们的立场一直是让股票投资组合的投资保持在长期战略资

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

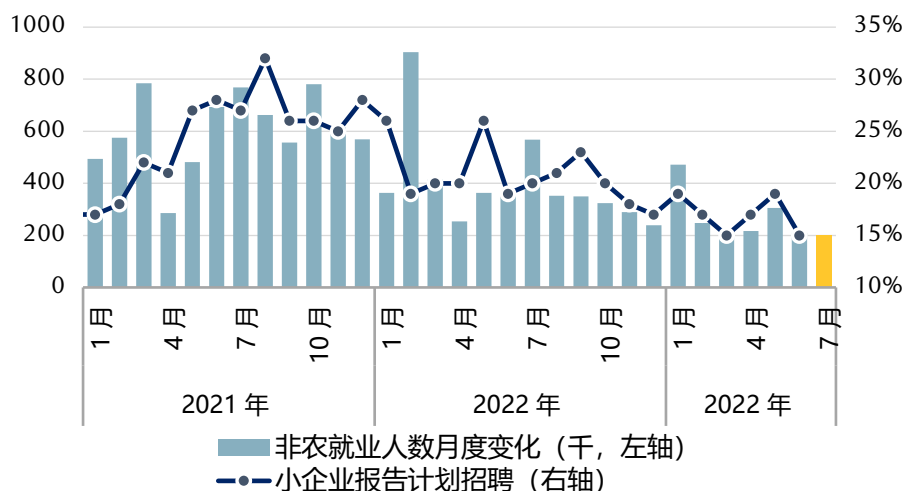
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

产配置的建议水平。我们的观点是，市场动能枯竭、市盈率大幅缩水（从 2022 年 1 月市场峰值时对应 22 倍的过去 12 个月盈利，降至初秋低点时的 16 倍）以及 9 月和 10 月普遍存在的强烈负面的投资者情绪，将被所有这些指标逆转方向的一段时期代替。目前还不清楚是否会出现足以创下市场新高的强劲反弹，但保持投资足够长的时间来找到答案似乎是正确的做法。

很多人现在将股市的长期强劲上涨归因于人们越来越相信美国经济将实现软着陆并

全球股票

每月招聘速度将达到多年低点



资料来源 - 美国劳工统计局、全国独立企业联合会；数据截至 2023 年 7 月 31 日

避免衰退。支持这一观点的事实是：到目前为止，经济依然在增长，而鉴于空缺职位数量很高（但不断下降）且失业率非常低，就业形势几乎一致被描述为“具有韧性”。“股市走高是因为美国经济强于预期”的观点经常被同一位演讲者转变为“市场上涨告诉我们美国经济将进一步改善” - 对我们来说，这听起来像是循环推理。

对美国经济轨迹的乐观情绪日益高涨，这可能是本轮上涨行情得以持续的部分原因。但我们认为，一种不太受欢迎的现象正在发生，即投资者的理性正在被“害怕错过”所取代。很多个人投资者并没有接触那些推动市场走高的超大盘股票，因为他们不愿意支付看起来过高的估值倍数。标普 500 指数中市值最大的 7 只股票合计占该指数的 27%，即使是确实投资了这几只飙涨股票的基金经理，通常也没有足够的资金让他们的投资组合跟上指数基准的步伐。对冲基金报告显示，很多战术驱动型基金在春末之前并未对市场将继续走高布局，更不用说像 5 月中旬以来那种加速上涨了。

我们认为，“害怕错过”可以自我维持，推动市场在更长时间攀升，并达到更高水平，从而超出任何人认为的合理水平。那些一直在卖出或计划卖出他们认为估值过高的股票，却发现其股价明显走高的投资者，会停止卖出。基金经理人都在绝望中买入，其中大多数人相对于基准指数在节节败退。

我们认为，这种动态可能会使美国大盘股市场在未来几周或几个月内继续上涨。除了少量领涨股之外，包括其他发达经济体股市在内的其他市场在一段时间内也可能被拉高。然而，我们认为，股市持续上涨需要的不仅仅是“害怕错过”；至少，美国必然会避免经济衰退，并经历一些经济增长重新加速。

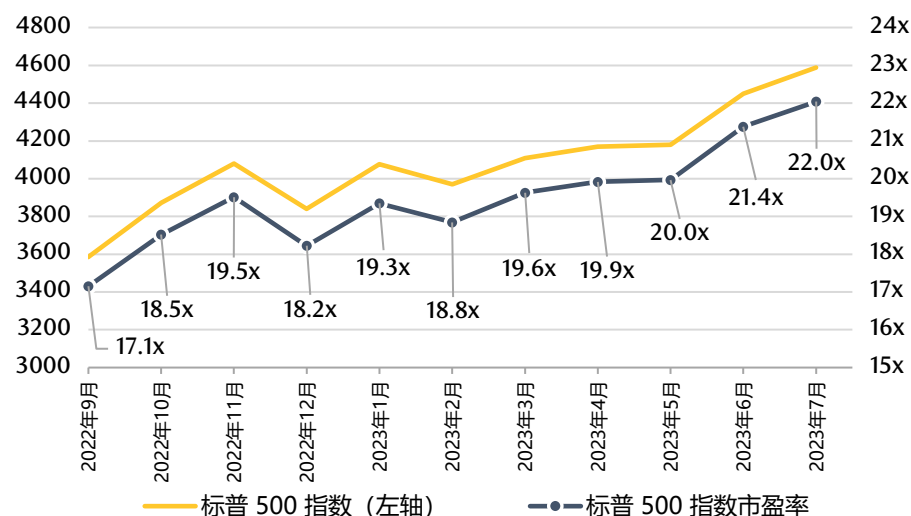
可能实现软着陆吗？

当然有可能。往好处想并没有什么错。然而，做好相应计划又是另一回事 - 尤其是在美国经济衰退的大多数可靠领先指标（几十年来始终很正确）对美国经济的走向给出了越来越负面的解读的情况下。

全球股票

标普 500 指数与市盈率

2022 年 9 月以来的上涨完全归因于市盈率上升, 盈利持平或下降



资料来源 - 汤森路透、彭博社; 数据截至 2023 年 7 月 31 日

除了宏观指标发出的信号外, 美国经济增长还面临明显的逆风。其中最主要的是信贷日益紧缩。人们普遍认为, 货币政策的变化需要一年左右的时间才能在经济中显现出来; 从这个角度来看, 今年上半年仅显现了 2022 年前 6 个月美联储加息前 125 个基点的影响, 而今年下半年将体现从 2022 年 7 月到 12 月进一步加息 275 个基点的影响。假设美联储以 5.50% 的政策利率结束紧缩计划, 这意味着明年前 6 个月的累计借贷成本负担将增加 1.50%。

借贷成本不断上升料将影响明显不如去年强劲的经济。以下是一些影响因素:

- **美国的过剩储蓄已经消失, 或者很快就会消失。** (在包括加拿大、中国和欧洲在内的大多数其他发达经济体, 这一数字仍保持在较高水平。) 在 2021 年年中政府的疫情援助工作高峰期, 很多受援者利用援助款项增加了家庭储蓄, 估计比经济保持开放时积累的储蓄多 2.2 万亿美元。这些储蓄余额迅速下降。旧金山联储进行的一项研究计算出, 到今年 4 月, 只剩下

5,000 亿美元未支出, 剩余的储蓄可能到 12 月就花光了。另一项由美联储委托进行的研究采用了略微不同的方法, 该研究认为, 到第一季度末, 这些超额储蓄已经被完全消耗掉了。

- **信用卡余额正在上升。** 在截止第一季度的两年内, 大型银行的信用卡余额大幅增长了 32%。还款拖欠率在连续多年下降后, 最近开始攀升。信用卡贷款利率在一年半的时间内从 14% 上升到 21%。自去年秋季以来, 汽车贷款一直在下降, 部分原因是借款利率大幅上升 - 在截止 5 月的 15 个月内, 借款利率从 4.5% 升至近 8%。同期, 贷款机构拒绝汽车贷款申请的比例也从占有所有申请的 2% 跃升至 14%, 拒绝率创多年最高。

- **企业层面的财务压力异常高。** 我们在英国的加拿大皇家银行同事 Brewin Dolphin 最近着重强调了美联储 6 月的一份工作报告, 其中计算出陷入财务困境的非金融企业比例为 37%, 达到了 1970 年代以来大多数美联储紧缩时期的最高水平。该分析显示, 从历史角度来看, 为

全球股票

应对货币紧缩冲击, 陷入困境的企业的商业投资下降幅度要大于健康企业。就业方面也是如此。综上所述, 该报告的作者得出结论, 由于陷入财务困境的企业比例很高, 政策趋紧对经济增长的负面影响可能比 1970 年代初以来的大多数紧缩周期都大。金融业也不能幸免于这种压力, 最近三家美国国内银行的倒闭、地区性银行业的困境以及国际巨头瑞信被迫出售就表明了这一点。

■ **抵押贷款再融资变得更加困难。**典型的新增美国 30 年期抵押贷款现在的利率为 6.78%, 是两年前 3% 的两倍多。可以理解的是, 同一时期申请再融资的家庭数量急剧下降, 从占那些有未偿还抵押贷款家庭的 27% 降至仅 5%。但目前寻求再融资的家庭数量少得多, 其中 21% 的家庭的申请在 6 月遭到拒绝。

■ **利润率日益受到挤压。**自去年 6 月以来, 美国所有制造和分销企业的总收入下降了约 2.5%, 而就业成本指数数据显示, 工人薪酬涨幅超过 5%。最近备受瞩目的工资和解协议表明, 大型企业劳动力

成本的上涨不会很快消失。由于生产率下降, 裁员可能是一种应对措施。

做好计划

上述因素单独或综合起来都不能排除美国经济软着陆的可能性。我们的[美国经济衰退记分卡](#)给出的越来越负面的解读也不能排除这种可能性。然而, 历史概率告诉我们, 预计美国经济衰退将在今年晚些时候或明年初到来, 标普 500 指数的实际盈利将低于当前预估, 股价将经历一段充满挑战的时期, 在此期间, 投资者不切实际的乐观情绪最终会让位于不切实际的悲观。

与此同时, 我们仍建议对全球均衡投资组合保持市场权重股票敞口, 因为我们认为当前自 2022 年初秋以来的上涨势头还会进一步延续。然而, 我们认为, 投资者应将个股选择限制在他们愿意在经济衰退期间持有的公司。对我们来说, 这意味着优质企业拥有具弹性的资产负债表、可持续的股息以及对经济周期不太敏感的商业模式。

全球
固定收益



Thomas Garretson, CFA
Minneapolis, United States
tom.garretson@rbc.com

随着气温升高，收益率也攀升

在夏季气温上升之际，全球通胀压力继续降温，7 月可能成为全球主要央行本轮周期的最后一次加息。

美联储 7 月 26 日的政策会议没有引起太多骚动，但在 6 月会议“跳过”加息之后又加息 25 个基点，此举将政策利率提高到 5.25% 至 5.50% 的目标区间，这也是 2001 年以来的最高水平。

尽管美联储主席鲍威尔煞费苦心地强调，包括进一步加息在内的所有选择仍然存在，但我们认为，美联储下一步的行动将完全归结为两项消费者物价指数数据和两项就业报告，这些预计在 9 月 20 日美联储做出下一次决定之前发布。尽管每一项都可能引发一些市场波动，但足够的领先指标向我们表明，数据将继续朝着正确的方向发展，届时美联储将准备正式暂停加息周期。

尽管鉴于美国经济仍然非常强劲，美联储的下一步行动可能笼罩着一层神秘的气

固定收益观点

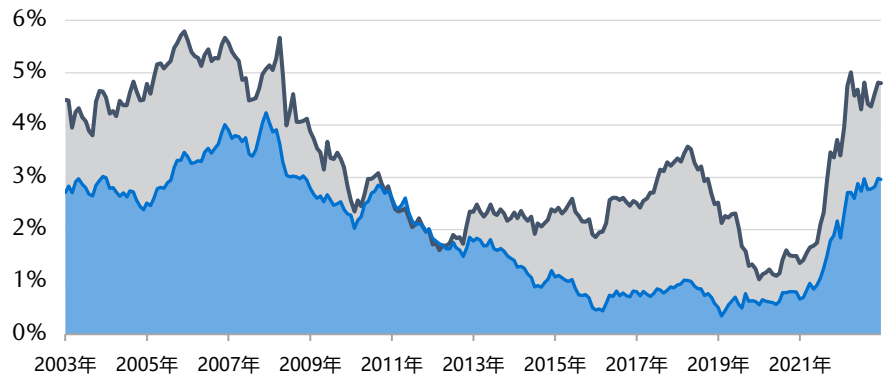
地区	政府债券	公司信用债	久期
全球	+	-	5-7 年期
美国	+	-	3-10 年期
加拿大	=	+	3-7 年期
欧洲大陆	=	-	5-10 年期
英国	=	-	5-10 年期

+ Overweight; = Market Weight; - Underweight
Source - RBC Wealth Management

氛，但欧洲央行在其对市场的前瞻性指引中可能更加明确。

欧洲央行从政策声明中删除了此前表示未来进一步收紧政策的措辞，而欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行现在对 9 月的行动持“开放态度”，数据将成为再次加息的理由。加拿大皇家银行资本市场修改了预测，不再认为 9 月会加息 25 个基点，目前预计欧洲央行在整个预测期内将按兵不动。

投资级债券收益率再次逼近数十年高点



—— 美国综合债券指数收益率
—— 全球综合 (美元除外) 债券指数收益率

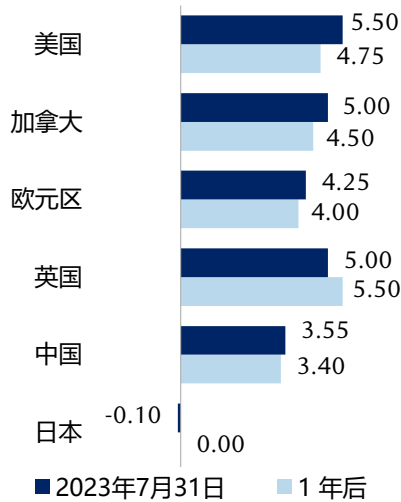
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博投资级综合债券指数

全球固定收益

英国央行仍然是例外情况, 但最终在通胀方面取得了一些进展, 加息幅度已经回落。上个月, 市场定价今年的峰值政策利率至少为 6.50%, 而当前水平为 5.00%, 但根据当前市场定价, 终值利率水平目前预计将降至 6.00% 以下。

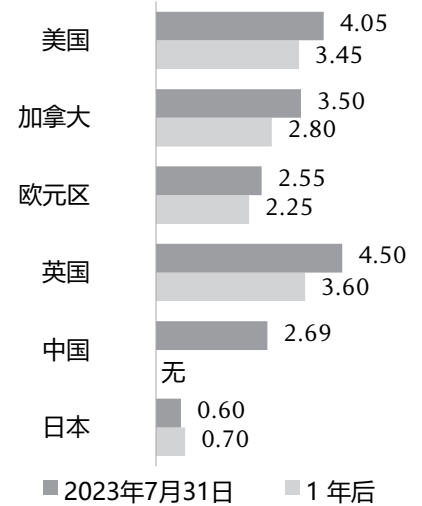
在通胀压力缓解、近期衰退风险随之消退的背景下, 加息到目前为止的最终结果是, 全球债券收益率再次上升, 延长了投资者将资金投入收益率的窗口期, 使他们能够获得过去 10 年大部分时间都无法获得的收益。

央行利率 (%)



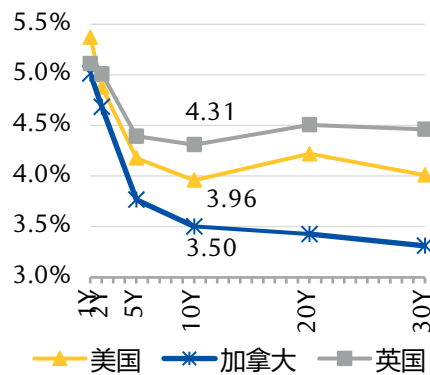
资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场预测、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

10 年期利率 (%)



注：欧元区使用德国国债。
资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

主权债券收益率曲线



资料来源 - 彭博社；数据截至 2023 年 7 月 31 日

美国经济衰退 记分卡

现状

今年夏季到目前为止，经济衰退记分卡指标没有变化。七个指标中仍有三个指标为负面的红色，意味着每个指标都超过了阈值，从历史来看，超过阈值，经济衰退通常会在可衡量的时间期限内到来。另外两个指标在春季被调整为警告性的黄色，因为它们几乎发出了完全负面的信号，而且似乎有可能在几个月内如此；其中一次几乎是在 7 月。最后两个指标仍为绿色，继续表明经济扩张还会持续一段时间。

我们认为，到目前为止被评为完全负面的三个指标从发出负面信号到经济衰退开始的平均时间差距表明，经济衰退将在今年夏季开始。然而，从历史来看，这三个指标都有过从发出信号到经济衰退间隔时间更长的情况。**请注意，任何经济衰退的正式开始日期可能要到既成事实之后几个月或几个季度后才会公布。**

收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)

2022 年 7 月，1 年期美国国债收益率果断升超 10 年期收益率，负收益率差距在过去一年有所扩大。**这个指标在进入衰退区间后的一般经验表明，到今年夏季美国经济将步入衰退。**

美联储最新的高级信贷员调查 (7 月 31 日发布) 进一步延续了长达五个季度的趋势，即大多数美国银行提高了几乎所有类别的商业和消费贷款的贷款标准，包括各种规模的工商业贷款、信用卡贷款、消费分期贷款、抵押贷款和商业房地产贷款。

同一项调查也表明，大多数银行报告称，工商业贷款需求减少，并且发放此类贷款的意愿也有所下降。大多数银行还要求提高消费贷款的信用评级和汽车贷款的首付款，并提高向风险较高的企业提供贷款的溢价。

美国经济衰退记分卡

指标	状态		
	扩张	中性	衰退
收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)			✓
申领失业金人数		✓	
失业率	✓		
世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标			✓
非金融企业业务的自由现金流	✓		
ISM 新订单减库存			✓
联邦基金利率与名义 GDP 增长率		✓	

数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理

美国经济衰退记分卡

ISM 新订单减库存

在大多数美国经济衰退临近开始时, 美国供应管理协会 (ISM) 的新订单和库存分项指数的差距会转为负值。但它偶尔也会发出错误的积极信号 - 表明经济衰退即将来临, 而后来并未到来。此外, 这个指标只与制造业 (约占美国经济的 15%) 活动有关, 并且来自调查而非硬数据。尽管如此, **这个指标之前从未出现过达到目前的深度而最终未出现衰退的情况。**

世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标

从历史来看, 该指标提供了可靠的经济衰退早期预警。当该指数跌破一年前的水平时, 经济衰退总是会如影随形 - 通常在两三个季度之后。

这个指标在 2022 年第三季度果断转负, 我们将其转到记分卡的红色一栏。6 月的最新数据较去年同期略有上升, 但该指标仍处于深度负值区间。其过往记录强烈表明, 美国经济衰退将在 2023 年下半年的某个时候来临。

申领失业金人数

本轮周期的月度低点出现在 9 月。申领失业金人数通常在下一次衰退开始前约 12 个月达到周期低点。因此, **如果未来几个月再无新低, 历史将表明, 经济衰退将在今年秋季来临。**

6 月申领失业金人数大幅增加, 但 7 月有所回落。平缓的趋势看似正试图由低转高, 但尚未令人信服地做到这一点。临时就业人数和职位空缺数量同比都有所下降的情况加大了申领失业金人数的趋势正在转变的可能性。在我们等待这种转变得到证实

或申领失业金人数再次下降的同时, 这种模糊性需要在 4 月将该指标的状态转换成黄色。

失业率

5 月失业率出现了本轮经济周期以来的最大单月增幅, 但 6 月又有所回落。自 2022 年 2 月创下周期高点以来, 每月净新增就业岗位一直呈稳步下降趋势。如果未来几个月失业率升超 4.0%, 该指标的平缓趋势就会转高, 我们认为, 这是经济衰退即将到来的信号。一旦发出这样的信号, 平均而言, 从最低月度数据 (4 月为 3.4%) 到经济衰退开始需要 8 到 9 个月的时间 - 但也有几次时间间隔只有两三个月。

非金融业务的自由现金流

总体而言, 这个指标发出的信号表明, 这些企业有能力在内部为其想要或需要做的任何资本支出提供资金。从历史来看, 每当该指标低于一年前的水平时, 企业资本支出通常就会下降, 表明经济衰退会随之而来或经济衰退已经日渐深化。这个指标在 2022 年第四季度和今年第一季度下降, 但仍远高于负交叉点。我们预计, 下月初将公布的第二季度数据将进一步恶化。

联邦基金利率与名义 GDP 增长率

在过去 70 年的每一次经济衰退之前, 联邦基金利率都会超过六个月年化名义 GDP 运行率。(名义 GDP 是指未经通胀调整的 GDP。) 自 2020 年第四季度达到 23% 的经济重启后的高点以来, 运行率一直在下降。到去年底, 运行率下降至 7.2%, 但仍远高于联邦基金利率, 后者当时已升至 4%。现在, 联邦基金利率上

美国经济衰退记分卡

升到 5.50%，第二季度 GDP 数据显示，六个月名义 GDP 增长率的运行率放缓至仅 5.4%，勉强满足经济衰退的历史前提。我们预计第三季度名义 GDP 增长将进一步放缓，差距将进一步扩大。

我们在 4 月该指标从绿色调整回为黄色。

现状

我们认为，权衡所有七个指标的当前状况并预测其在未来几个季度可能的走势继续表明，美国将在 2023 年晚些时候陷入衰退的可能性越来越大。

研究来源

这份文件是由加拿大皇家银行财富管理投资咨询集团的全球投资咨询委员会创作完成。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。

全球投资咨询委员会利用加拿大皇家银行投资策略委员会开拓的广阔市场前景, 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团队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咨询集团股票咨询和投资组合管理经理

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部高级投资组合顾问

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商业智能及亚洲首席投资官

Yuh Harn Tan – 加拿大皇家银行新加坡分行全权委托投资组合管理及超高净值解决方案主管

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

必要信息披露

分析师认证

本报告中表达的所有观点准确地反映相关分析师对任何和所有标的的证券或证券发行者的个人观点。此处所列相关分析师的任何补偿均不会直接或间接地与该相关分析师在本报告中提出的具体建议或观点相关。

重要信息披露

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有限公司, 后者为加皇资本市场的海外附属公司。本报告由加皇资本市场编写。加皇资本市场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。

非美国分析师披露

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) 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。

如果是摘要报告 (包括六家或更多家公司), 加拿大皇家银行财富管理公司可能会选择提供重要的信息披露, 作为参考。如要查阅现有披露事项, 客户应参阅

[https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2)

[DisclosureLookup.aspx?EntityID=2](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。此类信息亦可应请求提供, 请按以下地址向加拿大皇家银行财富管理公司出版社索取: 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, M 55401-1931。

加拿大皇家银行资本市场市场评级分布

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 (购买、持有 / 中立或出售) 之一, 无论公司自己有何种评级类型。尽管加皇资本市场的“优于板块 (O)”、“持平板块 (SP)”和“逊于板块 (U)”与“购买”、“持有 / 中立”和“卖出”分别为近似, 但含义却不同, 因为加皇资本市场的评级是在相对的基础上确定的。

评级分布 - 加拿大皇家银行资本市场股票研究

截至 2023 年 6 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 [优于板块]	832	57.22	250	30.05
持有 [持平板块]	573	39.41	138	24.08
卖出 [逊于板块]	49	3.37	3	6.12

加拿大皇家银行资本市场有限股票评级系统说明

分析师所说的“板块”是分析师提供研究覆盖范围的公司组合。因此, 为特定股票指定的评级仅代表分析师对该股票相对于分析师的板块平均值在今后十二个月表现的看法。

优于板块 (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。

跑输大盘 (U): 预期未来 12 个月的回报大幅跑输板块平均数。

受限制 (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较低的财务或营运可预测度及股份成交量流动性, 交高的资产负债表杠杆程度, 或有限的营运历史, 致使财务及 / 或股价波幅预期较高。

估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行资本市场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, 包括加皇资本市场及其附属公司的总收益, 其中部分收益是加皇资本市场及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他信息披露

在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加拿大皇家银行财富管理公司编写了本报告,并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据或至少部分根据我们的第三方通讯记者研究服务提供的资料。我们的第三方通讯记者已经给予加拿大皇家银行财富管理公司将其研究报告用作来源资料的一般许可,但尚未审查或批准本报告,亦未收到报告发布的通知。我们的第三方通讯记者可能不时在此处提及的证券中担任长期或短期职务、进行证券交易和买卖我们的第三方通讯记者可能不时在本报告中提及的任何公司提供投资理财或其他服务或向此类公司索取投资理财或其他业务。

加拿大皇家银行财富管理公司努力作出所有合理的努力在海外法律管辖区当地时区同时向所有合格的客户提供研究。在某些投资咨询账户中,加皇财富管理或指定第三方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。此类交易可能在您收到本报告之前或之后发生,并可能对进行交易的证券市价发生短期影响。加拿大皇家银行财富管理公司的研究刊载在我们的专有网站上,以确保合格的客户按时收到初始评估报告以及评级、目标价格和观点变化。其他分发文件可能由销售人员通过电子邮件、传真或普通邮件发送。客户亦可能通过第三方供应商收到我们的研究报告。请与我们的加拿大皇家银行财富管理公司财务顾问联系,了解有关加拿大皇家银行财富管理公司研究的进一步详情。

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人/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 AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件。可应请求通过您的财务顾问提供任何此类文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件的权利。

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(加皇多美年证券公司子公司,一家证券经纪自营商,主要办公地点在中国香港),以及加皇欧洲有限公司(一家有执照的银行,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")是由摩根士丹利资本国际公司("MSCI")及标准普尔金融服务有限公司("S&P")开发并独家拥有的,加拿大皇家银行已获得发牌使用上述分类标准。MSCI、S&P 或任何参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的其他方概不对相关标准或分类(或使用相关标准或分类获得之结果)作出任何明示或暗示的保证或声明,所有相关方特此明确卸弃所有涉及上述任何标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的合适性方面的保证。在不限制前述任何规定的原则下,MSCI、S&P 及其任何关联方或参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的任何第三方,在任何情况下都不对任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的或任何其他损害(包括利润损失)承担任何法律责任,即使在已获悉可能发生该等损害的情况下亦然。

免责声明

本报告中包含的信息由加拿大皇家银行资本市场有限责任公司分部加拿大皇家银行财富管理公司根据据信可靠的来源撰写而成,但加拿大皇家银行、加拿大皇家银行财富管理公司及其关联公司或任何其他人士对此类信息的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。报告中的所有观点和推测为加拿大皇家银行财富管理当天的判断,谨供投资者参考,不负有法律责任,如有变更,恕不另行通知。以往我们所取得研究成绩并不能保证未来的投资回报,也无法避免原始资本可能遭受损失。加拿大各省、美国各州和世界上大多数国家均制定了监管可向自己的居民出售的证券和其他投资产品类型以及销售程序的法律。因此,本报告中讨论的证券可能没有资格在某些司法管辖区销售。在任何情况下,本报告都不能作为任何辖区的,任何不具备法律资格进行交易的个人或机构的投资分析建议,也不能作为法律、会计、税务、个人投资的依据。本报告的任何内容不得作为法律、会计或税务建议或是针对个人投资的建议。本材料供普通客户阅读使用(包括加拿大皇家银行分支机构),并没有考虑某个具体读者的特殊情况和需要。其中的投资或服务未必适合您,如果您对投资分析或服务的适用性存有疑虑,建议您咨询独立的投资顾问。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士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书面同意,在任何情况下本文件所载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联属公司。本报告由加皇资本市场有限公司编写。可应请求提供其他信息。

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。“加拿大皇家银行资本市场有限责任公司”是“加拿大皇家银行”间接管理的全资子公司，也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组织 (CIPF) 会员。© 加拿大皇家银行注册商标。经许可使用。加拿大皇家银行财富管理是加拿大皇家银行的注册商标，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（海峡群岛）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)。注册地址：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK. 加拿大皇家银行（海峡群岛）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。

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，该银行系取得金融管理局资格的注册实体。该数据仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。建议您在购买任何产品前，向财务顾问寻求独立的意见。如果您没有获得独立的意见，您应该考虑产品是否适合您。以往的业绩不能代表未来的业绩。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。

© 2023 加拿大皇家银行资本市场有限公司 – NYSE/FINRA/SIPC 成员

© 2023 加皇多美年证券有限公司 – 加拿大投资者保护基金成员

© 2023 加皇欧洲有限公司

© 2023 加拿大皇家银行

保留所有权利

加拿大皇家银行 1524



Wealth
Management
财富管理