

## 股市能否承受更高的债券收益率？

Frédérique Carrier – 伦敦

最近收益率飙升令近期创下历史新高的股市不寒而栗，市场认为股市估值过高。不过如果收益率的升幅能控制在一定范围之内，对股市来说未必是坏消息。相反它告诉我们，受通货再膨胀驱动的周期股轮换行情也许会得到牢固的支撑。

### 通胀影响

一段时间以来，全球债券收益率呈持续上升趋势，近期更是涨势加速，10年期美债收益率由去年8月的0.5%升至1.5%，达到一年来最高水平。与此同时，10年期德国国债收益率已由2020年3月时的低点-0.85%升至-0.31%，去年7月触及0.08%低点的10年期英国金边债券收益率也在近期跃升至0.76%。

在上周的[期刊](#)中，我们谈及随着全球经济进一步解封，通胀预期持续上升是如何推高收益率的。西德克萨斯中质油(WTI)就是一个很好的例子：当前价格超过每桶63美元，去年的平均价格仅为每桶39美元。

经济解封似乎已经近在眼前。最先接种疫苗的以色列最新疫苗数据表明，接种疫苗可以减少新冠肺炎的传播，让人对更快、更广泛地放松限制措施更加乐观。

由于人们担心即将出台的财政刺激措施可能会超出经济需要，美国的通胀预期也呈上升趋势。加拿大皇家银行环球资产管理公司首席经济学家的Eric Lascelles认为，继去年12月9,000亿美元的刺激计划之后，另一项规模约为1.5万亿美元的救助计划最终将会获得通过。二者相加后追加刺激措施总额将相当于GDP的10%左右，成为美国经济在面对新冠疫情冲击的情况下回升的信号之一。一个很好的例子是，1月ISM制造业采购经理人指数为58.7，远高于2000年以来的平均水平52.7。今年可能还会出台更多以基础设施法案形式出现的刺激措施，但也许需要经过一段时间之后才能看出对经济的影响。

然而，美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)最近在国会作证时暗示通胀担忧也许言过其实。他指出劳动力市场改善的步伐已有所放缓，整体经济也是如此，受疫情影响最为严重的部门价格仍相当疲软。换句话说，美国经济即使解封也很可能会在一段时间内无法发挥潜力。

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。

鲍威尔的证词、美联储承诺允许通胀超过其目标, 以及政府负债水平高企都让我们相信, 收益率上升将会受到遏制。正如我们上周指出的那样, 美债收益率在大幅上升之后往往会呈现窄幅波动趋势。我们预计未来一到两年 10 年期美债收益率将处于 1.5% - 2% 之间。

### 收益率上升未必会成为股市的问题

投资者一直担心债券收益率上升可能会威胁股票估值, 当前股票估值已超过长期平均水平。毕竟, 股价反映的是未来现金流的现值, 如果贴现率上升, 未来现金流的价值就会降低。

但实际上并非总是如此。事实上自 2020 年 3 月的低点以来, 股票在债券收益率上升时上涨, 在债券收益率下降时回落。这是因为市场将债券收益率上升解读为经济增长前景改善的信号。事实上, 自 2000 年以来类似的行情一直在上演 ( 参见表格 )。

### 标普 500 指数跟随债券收益率上升而上涨

	10 年期美债收益率	
	升	降
标普 500 指数日均涨跌幅:		
2020 年 3 月 23 日以来	0.7%	-0.2%
2000 年以来	0.4%	-0.3%

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、全国研究通讯员

只要收益率徘徊在 2% 左右而且是跟随预期经济增长和通胀上升, 我们预计这种关系将会得以维持。毕竟股市在大流行之前表现强劲, 当时的收益率为 2%, 尽管不可否认估值水平不像当前标普 500 指数 22.1 倍的远期市盈率这么高, 10 年均值则为 16.1 倍。但在各国央行仍在扶持经济的盈利增长周期中, 市盈率大幅收缩是不合常理的。此外, 加拿大皇家银行资本市场公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 表示, 当前标普 500 指

数成份股中略多于一半的公司股息率高于 10 年期美债收益率, 说明追逐收益有望继续支撑股市。

较为令人担忧的情况是收益率大幅上升, 远远超过 2% 的水平。Calvasina 发现当收益率攀升超过 275 个基点时, 股市往往会陷入困境。如今要想重演这一幕, 10 年期美债收益率就必须达到 3.25% 的水平。

同样, 担心美联储“锥化”(tapering, 即美联储缩减购债计划) 导致的收益率上升也可能会打乱预期, 因为它将凸显经济接近过热的风险。不过, 我们认为在明年之前不太可能会缩减购债规模。

### 通货再膨胀交易

总体而言, 我们认为发达国家股市可以与较高的债券收益率共存。Calvasina 认为波动性可能会上升, 估值高企的公司股价也可能会承受较大的压力, 尤其是当这些公司在某些方面令人失望的时候 ( 例如业绩不及预期 )。

我们相信收益率上升将会支撑始于去年 11 月、由通货再膨胀驱动的股市。反过来说, 推高 2020 年股市表现的抗跌股和长线增长股可能会表现落后。这样一来, 科技股可能会受到获利回吐的影响 ( 这与前几个周期中债券收益率上升导致板块轮涨的现象一致 )。此外, 未来医疗保健部门和必需消费品部门的某些领域 ( 如食品生产商 ) 也许会表现平平。

Calvasina 表示当收益率上升时, 金融股和原材料股的表现最好, 它们的表现与通胀预期的变化密切相关。她指出, 标普 500 指数中的这两个板块似乎仍被严重低估。

由于今年债券收益率上升有望受到遏制, 我们维持对全球股票的增持立场, 因为我们预计 2021 年将会有小幅上涨。在当前环境下, 近期领涨板块转向通货再膨胀驱动型股票的趋势似乎将会得以持续。

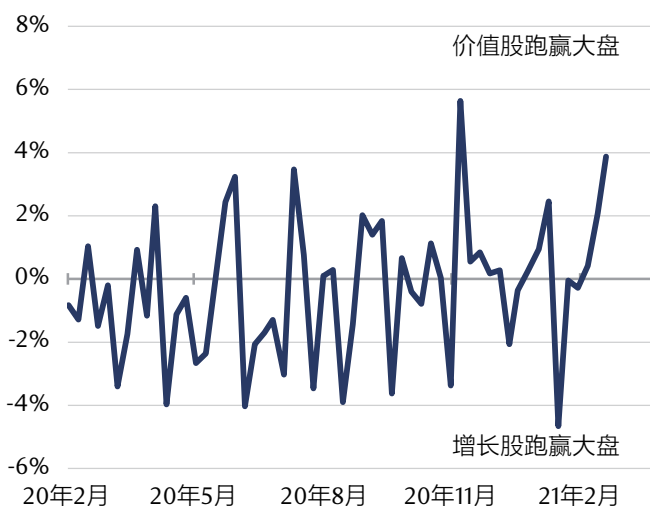
## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 由于价值股相对于增长股加速上涨, 且波动率指数 (VIX) 自疫情爆发以来首次由近期 20 以下的低点回升, **本周美国股市的表现相当分散**。本周迄今标普 500 指数下跌 2.0%, 纳斯达克指数则下跌了 5.4%。本周迄今价值导向型的道琼斯工业平均指数上涨了 1.5%, 实际上与股市普遍表现出来的趋势相反。小盘股罗素 2000 指数下跌了 2.9%。**能源股在 2021 年继续保持强劲势头**, 本周该板块以 6.8% 的涨幅引领市场。金融股和工业股是本周仅有的其它两个上涨板块, 分别上涨了 1.5% 和 0.5%。另一方面, 滞后的板块包括非必需消费品和信息技术板块, 二者分别至少下跌了 4.5%。
- 由于利率上升和美联储打击了市场对通胀将紧随其后的预期, **价值股重新占据了主导地位**。2 月迄今价值股的表现不错, 标普 500 价值股指数与标普 500 增长股指数的涨幅分别为 9.1% 和 2.7%。而且本周差距有所加大, 价值股指数较去年第二大的幅度超过增长股指数。具体来说, 本周迄今标普 500 价值股指数领先增长股指数 3.9%, 达到去年 11 月中旬以来的最高水平。
- 由于 10 年期美债收益率已经升至接近 1.50% 这个一年多来从未见过的水平, **加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的首**

## 2 月价值股反弹, 成为去年 11 月以来表现最好的一周

标普 500 价值股周回报率减标普 500 增长股周回报率



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、FactSet; 数据截至 2021 年 2 月 25 日美国东部时间上午 11:45

席美国经济学家 Tom Porcelli 最近对新冠疫情导致的衰退和复苏期间美国的主要经济指标进行了研究, 并比较了这些指标与以往衰退期的差异。他指出由领先指标构成的指数已经回升至接近新冠疫情爆发前的高点, 复苏速度远高于历史均值。考虑到初请失业救济人数是该指数的一部分, 且仍处于严重的衰退区域, 这种复苏步伐就显得尤为令人印象深刻。因为本周初请失业金人数达到 73 万, 意外增加 9 万人。零售额、ISM 采购经理人指数、耐用品订单和消费者信心等领先经济指标已完全或接近恢复至新冠疫情爆发前的水平。

## 加拿大

Arete Zafiriou 和 Sayada Nabi – 多伦多

- **本周加拿大六大银行公布了 2021 年一季度业绩, 结果超出华尔街的预期**。银行业绩强劲的关键驱动因素之一是贷款损失准备 (PCLs) 少于预期。PCLs 是银行为弥补不良贷款可能造成的损失而拨备的款项。这些银行的报告显示与 2020 年第四财季相比, PCLs 总额减少了 26% 至 74%, 理由是经济前景改善。营收也全面超出普遍预期。六大银行均资本充足, 报告中用于衡量银行资本的普通股一级资本充足率 (CET 1) 环比持平或略有上升。加拿大皇家银行资本市场预计, 一旦取消增加股息和回购的监管限制 (有望在今年晚些时候取消), 加拿大各大银行将会增加股东的现金回报。**本周加拿大银行股由于业绩乐观而反弹**, 2021 年的表现领先大盘。今年截至 2 月 25 日标普多伦多加拿大银行股指数上涨 9.2%, 标普多伦多综指则上涨了 4.5%。
- 加拿大皇家银行经济研究部的数据显示, **整个 1 月期间加拿大房地产市场依然热度不减**。低利率、家庭储蓄率偏高和持续演变的住房需求为 2021 年初全国各地的买房潮推波助澜。单户型住宅的供给紧张加速推高房价, 加拿大皇家银行经济研究部认为短期内将会维持这种趋势。另一方面, 由于加拿大主要城市的中心城区供应充足, **公寓的价格呈现出相对的弱势**。尽管目前的情况确实如此, 加拿大皇家银行经济研究部认为与单户型住宅相比对公寓的可承受能力不断提高, 加上开始接种新冠疫苗, 这将重新点燃买家对公寓的兴趣, 今年的价格可能会持续走高。

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Blaine Karbonik(CFA) – 伦敦

- **英国首相约翰逊公布了防疫解封“路线图”，将在未来几个月分阶段重启英国经济。**其目标是在数据允许的情况下，在 6 月底前解除所有限制。
- 该消息增强了疫苗激发的乐观情绪，使得**英镑成为年初迄今表现最佳的 10 国集团货币**，兑美元和欧元汇率均上涨近 4%。目前英镑兑美元汇率高于 1.41，相距英国脱欧公投前的水平不到 5%。
- 英国在疫苗竞赛中的领先地位暗示该国经济复苏可能会快于其它发达经济体，并导致人们**重新评估英国央行推行负利率政策的可能性**。尽管这些因素利好英镑，当前汇率水平似乎已经基本消化了疫苗消息，我们认为**这个因素推动进一步上行也许空间有限**。
- 本周对主要经济体经济复苏和解封**更加乐观的情绪再次在股市中得到体现**。尽管本周泛欧斯托克 600 指数下跌 0.5%，不过**出现了明显的轮换行情，其中周期股表现突出，抗跌股表现不佳**。2021 年迄今欧洲股市一直如此。
- 在政府发布新冠疫情路线图（包括可能从 5 月 17 日开始恢复国际航空旅行）的推动之下，**旅游和休闲板块上涨 5%，名列榜首**。这为旅游业提供了一些可喜的清晰前景。
- 由于石油和基本金属价格持续上涨，**能源和基础资源**等大宗商品板块**同样表现出色**，**银行和保险板块也**同样**跟随债券收益率上涨**。在排行榜的另一端，科技、医疗保健、消费必需品和公用事业板块表现不佳。

## 亚太区

Jasmine Duan – 香港和 Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

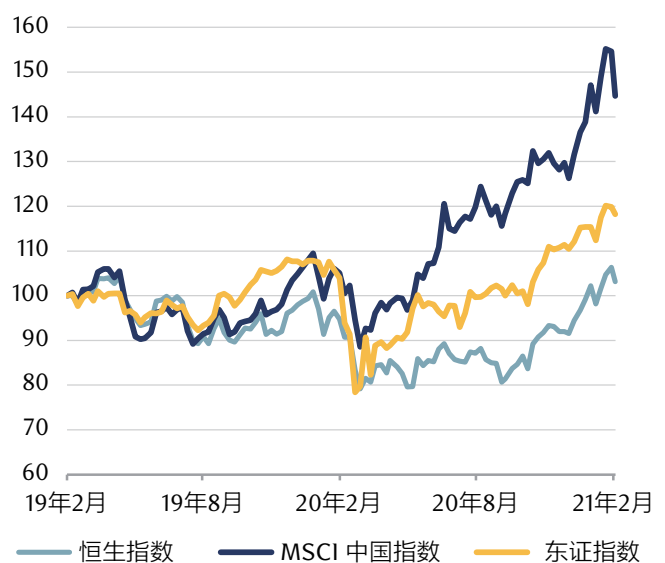
- 周三(2月24日)政府宣布**自 1993 年以来首次上调股票交易印花税**，令市场大感意外，**香港股市录得五年来最糟糕的盘中表现**。这是香港财政预算案中宣布的新措施之一。**交易印花税将由 0.10% 上调至 0.13%**，定于 8 月 1 日开始实施。据《苹果日报》和 NowTV 等当地媒体报道，政府预计本次上调将每年额外带来 120 亿港元的收入。2019-2020 财政年度该

项税收贡献了 332 亿港元的收入。不出所料，香港交易及结算有限公司 (388 HK) 周三领跌。我们认为投资者交易成本上升可能会损害一些短期和高频交易活动；但对整个市场成交量的影响应该是可控的。

- **中国银行保险监督管理委员会将对与网络小额贷款公司合作的金融机构施加新的限制**，其中包括以阿里巴巴集团 (9988 HK) 的关联公司蚂蚁金服为首的公司。主要变化包括：银行与互联网平台或其它合作伙伴的联合贷款总额不得超过其未偿贷款总额的 50%，与单一平台的联合贷款不得超过银行一级净资本的 25%。新的限制措施是自 2020 年末以来发布的有关该行业规则草案的补充，其时监管机构大幅加强了对金融科技领域的监管。
- 根据澳大利亚统计局的数据，**2020 年四季度澳大利亚商业投资增长 3%，达 294 亿澳元**，这是自 2018 年底以来的首次增长，也是自 2013 年 9 月以来的最大增幅。此前路透调查分析师的预测是没有变化。另外，**澳大利亚工资价格指数同期上升 0.6%**，是分析师预测水平的两倍。澳大利亚统计局表示结果超出预期受到企业削减短期工资、将工资恢复到新冠疫情前水平的影响。

## 部分亚洲股市涨跌幅

两年期涨跌幅数据，以 100 为基数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2021 年 2 月 24 日

## 市场 行情

数据截至 2021 年 2 月 25 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	3,829.34	3.1%	2.0%	22.4%	37.0%
道琼斯工业平均指数	31,402.01	4.7%	2.6%	16.0%	20.4%
纳斯达克指数	13,119.43	0.4%	1.8%	46.3%	73.7%
罗素2000指数	2,200.17	6.1%	11.4%	40.0%	38.5%
标普/多伦多综合指数	18,223.54	5.1%	4.5%	6.1%	13.5%
富时全股指数	3,788.74	4.0%	3.1%	-3.4%	-3.8%
欧洲斯托克600指数	411.73	4.0%	3.2%	1.8%	10.6%
欧洲斯托克50指数	3,685.28	5.9%	3.7%	3.2%	12.4%
恒生指数	30,074.17	6.3%	10.4%	11.8%	3.8%
上证综指	3,585.05	2.9%	3.2%	19.0%	21.1%
日经225指数	30,168.27	9.1%	9.9%	33.5%	40.1%
印度Sensex指数	51,039.31	10.3%	6.9%	26.7%	40.9%
新加坡海峡时报指数	2,973.54	2.4%	4.6%	-5.8%	-9.1%
巴西Ibovespa指数	112,256.40	-2.4%	-5.7%	-1.3%	15.4%
墨西哥Bolsa IPC指数	44,310.27	3.1%	0.6%	2.9%	1.5%
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	1.492%	42.7	57.9	14.0	-117.0
加拿大10年期债券	1.456%	56.7	77.9	24.2	-43.8
英国10年期债券	0.784%	45.7	58.7	26.5	-39.2
德国10年期债券	-0.232%	28.6	33.7	28.0	-34.0
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	1.39%	-1.5%	-2.2%	2.1%	17.3%
美国投资级企业债券	2.03%	-2.0%	-3.2%	2.7%	22.9%
美国高收益企业债券	4.05%	0.8%	1.2%	8.1%	18.8%
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)	1,773.36	-4.0%	-6.6%	8.5%	33.6%
白银(现货美元/盎司)	27.41	1.6%	3.8%	52.3%	72.4%
铜(美元/吨)	9,340.00	18.8%	20.5%	64.9%	43.2%
原油(WTI现货/桶)	63.48	21.6%	30.8%	27.6%	14.7%
原油(布伦特现货/桶)	66.86	19.6%	29.1%	21.7%	3.2%
天然气(美元/百万英热单位)	2.76	7.8%	8.9%	49.6%	-2.5%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	90.2450	-0.4%	0.3%	-8.8%	-6.4%
加元/美元	0.7930	1.3%	1.0%	5.3%	4.6%
美元/加元	1.2609	-1.3%	-0.9%	-5.0%	-4.4%
欧元/美元	1.2171	0.3%	-0.4%	11.8%	7.2%
英镑/美元	1.4011	2.2%	2.5%	7.7%	7.0%
澳元/美元	0.7869	2.9%	2.3%	19.2%	9.8%
美元/日元	106.2000	1.5%	2.9%	-3.6%	-4.4%
欧元/日元	129.2600	1.7%	2.4%	7.8%	2.5%
欧元/英镑	0.8687	-1.9%	-2.8%	3.8%	0.2%
欧元/瑞郎	1.1019	1.9%	1.9%	3.7%	-3.0%
美元/新加坡元	1.3259	-0.2%	0.3%	-5.2%	-1.8%
美元/人民币	6.4549	0.4%	-1.1%	-7.0%	-3.5%
美元/墨西哥比索	20.8682	1.4%	4.8%	9.4%	9.1%
美元/巴西雷亚尔	5.5212	0.9%	6.2%	46.1%	47.3%

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 1.0%, 表示年初至今加元兑美元上涨 1.0%。美元/日元为 106.20, 表示 1 美元可兑换 106.20 日元。美元兑日元回报为 2.9%, 表示年初至今美元兑日元上涨 2.9%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 2 月 25 日美国东部时间下午 4:35。

## 作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

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

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

Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多

arete.zafiriou@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

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

Blaine Karbonik, CFA – 英国伦敦

blaine.karbonik@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

Nicholas Gwee, CFA – 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; 加拿大皇家银行新加坡分行

## 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。

**非美国分析员披露:** Sayada Nabi 和 Arete Zafiriou 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行多美年证券公司的雇员; Blaine Karbonik, Thomas McGarrity 和 Frédérique Carrier 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行欧洲有限公司的雇员; Jasmine Duan 是加拿大皇家银行投资服务(亚洲)有限公司的雇员; 以及 Nicholas Gwee 是加拿大皇家银行新加坡分行的雇员; 对本出版物的编写提出意见。上述人士并非于美国金融业监管局(FINRA)注册或符合资格的研究分析员, 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 <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 2020 年 12 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 ]	828	54.83	299	36.11
持有 [ 与板块持平 ]	615	40.73	166	26.99
卖出 [ 跑输板块 ]	67	4.44	12	17.91

### 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