

## 美联储已死，美联储万岁

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

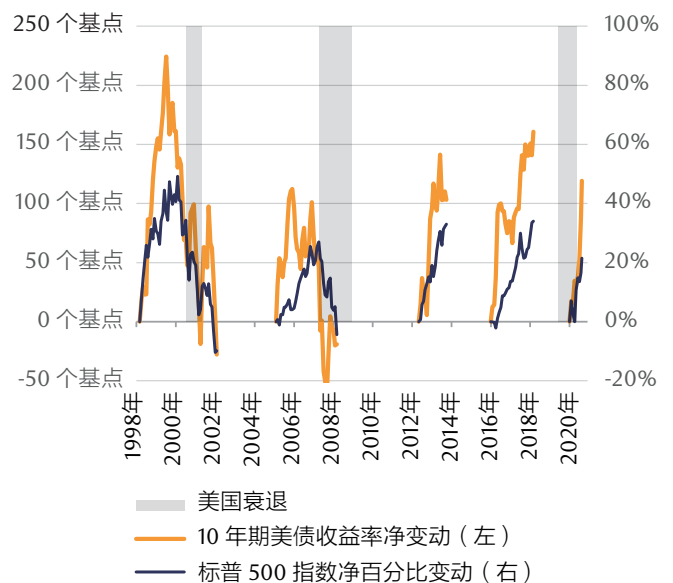
美联储根据预测先发制人收紧货币政策的时代已经结束。本周美联储再次证实，无论经济前景多么强劲，政策走向都将取决于实际结果。新政策框架时代已经开启。

在本周的政策会议上，美联储对其经济预测进行了自去年12月以来的首次更新，由于持续的财政援助和疫苗接种使得市场对经济增长和通胀的预期大幅上升，经济预测也有所上调。美联储的预测还不止于此。

政策制定者现在认为2021年美国实际GDP增速高于普遍预期的6.2%，同时失业率将由当前的6.2%降至4.5%，直至2023年时的3.5%，整个预测期间通胀率均高于百分之二的年度目标，如果只是小幅上升的话。

但由于这种上调基本在市场的意料之中，更大的问题（或担忧）是，美联储是否会发出加息信号。尽管联邦公开市场委员会（FOMC）的18名成员中有些人认为2022年至2023年期间将会加息，FOMC的核心成员仍认为没有必要加息——即使是在经济强劲复苏的情况下。这在很大程度上是由于新的平均通胀目标政策，通胀率必须在一段时间内维持在2%以上，从而弥补过去的不足，并且需要宽松的货币政策来实现这一目标。

### 历史上美债收益率大幅走高时，股市往往表现强劲



注：图表显示了10年期美债收益率在不到8个月的时间里升幅超过100个基点的时期。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2021年3月18日

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3月18日美国东部标准时间收盘价（美元）为准（除非另有说明）。制作：2021年3月18日美国东部标准时间下午5:18；分发：2021年3月18日美国东部标准时间下午5:30  
请参阅第6页，了解重要和必须的非美分析师披露。

这样一来, 美联储在实现预测经济目标之前一劳永逸地先发制人收紧政策的旧框架已经终结。但愿美联储真正保守、基于已实现的经济目标作出政策反应的新框架能够长久存在。

## 其实……这很正常

但即便美联储已经确认计划数年内维持利率不变, 美联储会议之后美债收益率仍继续攀升, 10 年期基准美债收益率一度突破 1.75%, 达到 2020 年 1 月以来的最高水平。

在我们看来, 这只是反映出美联储成功传递了信息。短期美债收益率仍受到预期美联储不会收紧政策的良好支撑, 而由于经济前景强劲, 长期美债收益率正恢复至较为正常的水平。正如收益率曲线趋平及反转是 2019 年全年衰退风险加剧的市场信号一样, 收益率曲线持续趋陡应该是相反的信号。

但美债收益率大幅上升仍是投资者关注的焦点, 有人担心这可能会对股市表现、乃至经济增长不利。10 年期基准美债收益率已由去年夏天的低位跃升至本周的 1.75%, 升幅逾 120 个基点。上一页的图表显示了过去 10 年期美债收益率在短时间内以类似幅度上升的时期。需要注意的关键一点是这些时期股市表现强劲; 从历史上看, 美债收益率下降对风险资产构成了更大的威胁, 就像 2001 年和 2007 年那样。

## 美联储下一步会有什么动作?

本周市场对美联储的最后一个关注点是, 美联储是否会通过改变和 / 或增加当前每月 800 亿美元美债, 以及 400 亿美元抵押支持证券的资产购买计划抑制美债收益率上升。

但正如美联储认为短期内无须上调政策利率一样, 它目前也认为没有必要干预市场, 从而抑制收益率。我们依然认为, 只要美债收益率能反映经济增长和通胀率, 美联储就不会对美债收益率上升感到不安。除非出现严重的市场混乱, 我们预计美联储不会试图介入市场让收益率维持在低位。

投资者需要关注的下一件事也许就是 6 月的联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议, 届时美联储可能会开始为逐步削减购债规模做准备, 也就是缩减资产购买计划, 普遍看法是将在年底前后开始实施。

## 通胀前景



注: 绿线表示美联储在一个商业周期内的平均目标通胀率 2%。

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储

## 对前景充满信心

尽管今年美债收益率已达到历史高位, 我们认为仍有上升空间。在过去经济复苏期间, 2-10 年期美债收益率曲线在衰退结束后平均趋陡幅度达 225 个基点左右。如前所述, 迄今为止趋陡幅度仅为 160 个基点。我们认为今年 10 年期美债将稳定维持在 1.75%-2.25% 的区间, 与这种趋势一致。但高于这一水平可能会引起美联储的注意。随着收益率曲线趋陡, 固定收益投资者可能会急于入市追随收益率曲线。

在收益率上升的情况下, 我们认为风险资产仍将继续表现良好。从历史上看, 更大的风险是银根紧缩, 不过鉴于本周美联储承诺不会收紧货币政策, 市场走势将不受影响。

## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

■ **10 年期美债收益率的走势继续影响美国股市**；本周**价值股**再次跑赢**增长股**，迄今为止增长股小幅下跌，价值股则小幅上涨。在 3 月 18 日周四午后出现抛售之后，本周迄今标普 500 指数已累计下跌 0.7%。纳斯达克指数在下跌 1.5% 后，本周进一步走低。道琼斯工业平均指数成为唯一实现上涨（涨幅 0.3%）的主要股指。有意思的是，小盘股下跌了 3.6%。工业和金融板块明显表现领先，滞后板块则包括能源和公用事业板块。我们认为**本周能源板块 7.7% 的跌幅很可能是由于该板块在年初迄今累计上涨 29% 后需要稍作修整**，不能说明是受到更广泛层面因素的影响。油价为该板块提供了进一步的支撑，2021 年迄今的平均油价为 61 美元 / 桶，去年的平均价格还不到 44 美元 / 桶。

■ 在自 2 月中旬的低点回升之后，本周**芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX) 回落至 20 以下水平**，这是该指数自全球爆发新冠疫情以来首次跌破 20。我们认为 VIX 指数下跌表明美国股市的担忧情绪有所缓解，而这仍是 2021 年股价走高的最大驱动因素之一。

■ **本周经济数据表现不一**。积极的一面是，（帝国州和费城）这两个区域性美联储活动指数均高于预期。不过**零售销售意外疲弱，房屋开工减速**，且不及市场预期，**初请失业金人数达到 77 万**，高于上周水平，也高于普遍预期的 70.1 万。不幸的是，每周申请失业救济人数也超出之前四周的平均水平 76.3 万。

## 加拿大

Arete Zafiriou 和 Sayada Nabi – 多伦多

■ **2 月加拿大劳动力市场新增就业岗位 25.9 万个**，扭转了 1 月损失 21.3 万个岗位的颓势。**失业率下降 1.2 个百分点至 8.2%**，这是自 2020 年 3 月以来的最低水平。**兼职就业增幅超过全职就业增幅**，不过这两种工作岗位都有所增加。由于许多省份放松了新冠防控措施，1 月受到冲击最为严重的行业上月出现了反弹。零售业以及住宿和食品服务业的就业人数分别增加了 12.2 万和 6.5 万。**不过就业率仍远低于大流行之前的水平**。与一年前相比，就业人数减少了 59.9 万，其中 80% 的失业人数来自旅游和酒店行业。此外，40.6 万多名从业者的工作时间还不到正常工作时

## 波动率持续下降是股市攀升的潜在催化剂

2020 年 1 月 1 日以来芝加哥期权交易所波动率指数



注：虚线表示读数为 20。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2021 年 3 月 17 日

间的一半。随着 3 月包括安大略省在内的大部分地区公共卫生防控措施继续放宽，加拿大皇家银行经济研究部预计 4 月 9 日公布下一份就业报告时，就业率将会进一步上升。

■ **2 月加拿大消费物价指数 (CPI) 有所上升**。包含食品和能源价格的总体 CPI 同比上升 1.1%。2 月能源价格（同比上涨 2.4%）出现了一年来的首次上涨。由于油价自去年春季疫情爆发触及低点后反弹，**加拿大皇家银行经济研究部预计 3 月和 4 月能源价格通胀将进一步攀升**。除了能源价格之外，加拿大皇家银行经济研究部认为目前的通胀趋势没有那么令人担忧。此外，加拿大皇家银行经济研究部认为最大的通胀担忧不在于当前的趋势，而在于随着经济解封，尤其是在供不应求的情况下，居民支出可能激增。总体而言，加拿大皇家银行经济研究部预测进入 2022 年后不含食品和能源价格的核心 CPI 将会上升，不过将被锚定在加拿大央行 2% 的通胀目标附近。

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ **德国总理默克尔 (Angela Merkel) 领导的中右翼基督教民主联盟 (CDU) 在两个州的选举中遭遇惨败**。不过根据最近的全国民意调查，基民盟仍是德国最大的单一政党，支持率约为

33%。因此在 2021 年 9 月举行联邦大选之后，**基民盟和基督教社会联盟 (CSU) 组成的保守党联盟仍最有可能领导这个国家**。不过由于受到挫折，观察家们也许会思考如果产生新的联合政府会发生什么情况，比如绿党、中左翼的德国社会民主党 (SPD) 和中右翼的自由民主党 (FDP)，尽管发生这种情况的可能性较低。

■ **如果产生左翼联合政府，与现行政策的差异也许主要在监管方面，有可能会出台较为严格的劳工法规。**我们认为这可能会阻碍德国经济增长。左翼政府的财政政策更加慷慨可能会在某种程度上抵消它们的影响，但由于德国政治建立在共识的基础之上，任何此类支出可能都不会像人们希望的那么多。

■ **在德国汽车制造商大众和宝马发布最新电动汽车计划的提振之下，汽车板块成为本周欧洲斯托克 600 指数中表现最佳的板块。**在 3 月 15 日的首届“动力日”上，大众展示了截至 2030 年的电池和电动汽车技术路线图。该公司的目标是使电池成本逐步降低 30% 至 50%，具体要取决于型号。在宣布最新计划之后，**大众股价已上涨超过 23%**。

■ 在 2021 年分析师和投资者日之前，宝马表示预计 2021 年汽车部门的盈利能力将提高到 6%-8%，高于普遍预期的不到 6%。此外该公司还宣布，预计到 2030 年时纯电动车型将占到全球交付车型的至少 50%。**本周宝马股价升幅超过 13%，助推德国 DAX 指数升至历史新高。**

## 亚太区

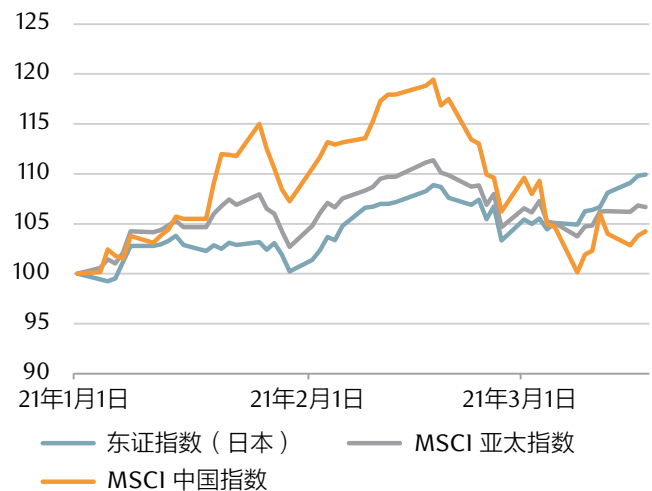
Jasmine Duan – 香港和 Nicholas Gwee (CFA) – 新加坡

■ 由于美联储预计 2023 年之前利率仍将维持在接近于零的水平，**本周亚股普遍走高。中国股市经过近期的回调之后企稳。**

■ **今年前两个月中国经济活动激增。**工业产值同比增长 35.1%，超出彭博社的普遍预期 32.2%，零售销售额增长则加速至 33.8%，超出预期的 32%。实现强劲增长的部分原因是 2020 年的基数非常之低。由于 2020 年 5 月经济活动开始回升，这些低基数效应可能会持续至 4 月。

## 日本股市领跑亚洲股市

2021 年初迄今涨跌幅，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 3 月 17 日

■ **中国警告称将加快推动对收集数据和具有市场影响力的“平台”公司实施监管。**“平台”一词定义宽泛，包括社交媒体、电子商务类科技公司，其中可能就包括**腾讯 (700 HK)** 和**阿里巴巴 (9988 HK)** 等公司。习近平主席要求监管部门加强对互联网企业的监管，打击垄断，促进公平竞争，防止资本无序扩张。

■ 全球最大的芯片和消费电子制造商之一**三星电子警告称**，由于全球供应短缺造成干扰，**半导体行业将出现“严重失衡”**。该公司预计芯片短缺将给下个季度的业务带来问题。三星还表示为了精简产品线，**有可能会跳过发布下一代 Galaxy Note 智能手机。**

■ 周三中国快速发展的电子商务巨头**拼多多 (PDD)** 宣布，其**创始人兼董事长黄峥已辞去董事会职务**。去年 7 月接替黄峥担任首席执行官的陈磊将会担任董事长。拼多多表示黄峥将“投身食品和生命科学领域研究，这些领域的突破将决定中国最大农业平台的未来。”

# 市场 行情

数据截至 2021 年 3 月 18 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	3,915.46	2.7%	4.2%	63.3%	38.2%
道琼斯工业平均指数	32,862.30	6.2%	7.4%	65.1%	26.8%
纳斯达克指数	13,116.17	-0.6%	1.8%	87.6%	70.0%
罗素2000指数	2,267.59	3.0%	14.8%	128.8%	45.0%
标普/多伦多综合指数	18,836.47	4.3%	8.0%	60.7%	15.9%
富时全股指数	3,862.12	4.3%	5.1%	39.7%	-3.4%
欧洲斯托克600指数	426.59	5.3%	6.9%	52.5%	11.6%
欧洲斯托克50指数	3,867.54	6.4%	8.9%	62.1%	14.2%
恒生指数	29,405.72	1.5%	8.0%	31.9%	0.0%
上证综指	3,463.07	-1.3%	-0.3%	26.9%	11.8%
日经225指数	30,216.75	4.3%	10.1%	80.7%	40.0%
印度Sensex指数	49,216.52	0.2%	3.1%	70.5%	29.2%
新加坡海峡时报指数	3,137.66	6.4%	10.3%	29.4%	-2.3%
巴西Ibovespa指数	114,835.40	4.4%	-3.5%	71.7%	14.8%
墨西哥Bolsa IPC指数	47,572.39	6.7%	8.0%	33.9%	12.7%
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	1.712%	30.7	79.9	52.0	-89.2
加拿大10年期债券	1.613%	25.8	93.6	56.5	-10.3
英国10年期债券	0.875%	5.5	67.8	7.9	-32.1
德国10年期债券	-0.264%	-0.4	30.5	-2.9	-34.7
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	1.57%	-1.2%	-3.4%	4.3%	15.9%
美国投资级企业债券	2.28%	-2.2%	-5.1%	13.5%	20.5%
美国高收益企业债券	4.44%	-0.4%	0.3%	27.0%	17.8%
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)	1,735.62	0.1%	-8.6%	16.8%	33.1%
白银(现货美元/盎司)	26.03	-2.4%	-1.4%	117.3%	69.6%
铜(美元/吨)	9,070.75	-0.7%	17.1%	91.8%	40.5%
原油(WTI现货/桶)	60.00	-2.4%	23.7%	194.6%	1.5%
原油(布伦特现货/桶)	62.47	-5.5%	20.6%	151.1%	-7.5%
天然气(美元/百万英热单位)	2.48	-10.4%	-2.2%	54.9%	-12.8%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	91.8400	1.1%	2.1%	-9.2%	-4.9%
加元/美元	0.8007	2.0%	2.0%	16.1%	6.8%
美元/加元	1.2488	-2.0%	-1.9%	-13.9%	-6.3%
欧元/美元	1.1914	-1.3%	-2.5%	9.2%	5.1%
英镑/美元	1.3930	0.0%	1.9%	20.0%	5.1%
澳元/美元	0.7761	0.7%	0.9%	34.4%	9.2%
美元/日元	108.9000	2.2%	5.5%	0.8%	-2.3%
欧元/日元	129.7500	0.8%	2.8%	10.0%	2.7%
欧元/英镑	0.8553	-1.4%	-4.3%	-9.0%	0.0%
欧元/瑞郎	1.1054	0.7%	2.2%	4.6%	-2.6%
美元/新加坡元	1.3441	0.9%	1.7%	-7.0%	-0.5%
美元/人民币	6.5069	0.4%	-0.3%	-6.3%	-3.1%
美元/墨西哥比索	20.4832	-1.8%	2.9%	-13.6%	7.5%
美元/巴西雷亚尔	5.5685	-0.6%	7.1%	47.4%	46.9%

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 0.80, 表示 1 加元相当于 0.80 美元。加元兑美元回报为 2.0%, 表示年初至今加元兑美元上涨 2.0%。美元/日元为 108.90, 表示 1 美元可兑换 108.90 日元。美元兑日元回报为 5.5%, 表示年初至今美元兑日元上涨 5.5%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 3 月 18 日美国东部时间下午 4:35。



## 作者

### Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯

tom.garretson@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

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

### Frédérique Carrier – 英国伦敦

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

### 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; 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, 因此他们未必需与目标公司通讯, 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 / 证券投资者保护公司会员, 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, 并与之下达订单。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公司会员

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