

## 通胀魔鬼已逃出瓶子？

Kelly Bogdanova – 旧金山

美联储对消费物价飙升仍持乐观态度，认为这是暂时的。但通胀骤然加速上升加剧了投资者的担忧。我们认为通胀并未开始失控，本期我们探讨此次飙升对股市表现和投资组合配置的影响。

消费通胀飙升令股市瑟瑟发抖，并在经济学家和市场参与者当中引发了一场辩论：通胀上升是暂时的吗？如果是的话，

“暂时性”通胀将会持续多久？

与去年同期相比，4月消费物价指数(CPI)上升了4.2%。这是自2008年以来的最高消费通胀水平，远远超出经济学家普遍预测的3.6%。与一个月前的消费物价相比，CPI指数跃升0.8%，为2009年以来的最大月度涨幅。

剔除波动较大的食品和能源价格后，核心通胀率也较今年3月大幅上升。0.9%的增幅是经济学家预期的三倍，也是1982年以来的最大月度增幅。

我们认为通胀飙升在很大程度上属于短期现象。年度通胀率在去年经济停摆时跌至接近零的水平，今年则随着企业解封大幅反弹。一旦我们度过去年价格下跌的4、5、6月，同比来看应该不至于相距甚远。

至于“暂时性”通胀将持续多长时间则较难估计。时间拖得越久，美联储取消超宽松货币政策的风险就越大。我们认为需要几个

### 2008年以来的最高通胀率

美国消费物价指数(CPI)同比百分比变化



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2021年4月

季度的时间才能令人信服地梳理清楚。这也许会在一段时间内加剧股市波动和回调风险。

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5月13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5月13日美国东部标准时间下午5:57；分发：2021年5月13日美国东部标准时间下午6:03  
请参阅第6页，了解重要和必须的非美分析师披露。

加拿大皇家银行环球资产管理公司的首席经济学家 Eric Lascelles 认为, 上世纪 70 年代的那种通胀失控并不是一种威胁。Lascelles 写道: “的确, 未来几个月通胀率将会处于相当高的水平, 未来几年还会略有上升。但是从结构上看, 很难断定未来几十年一定会通胀高企。如果一定要说的话, 通缩压力仍可能会成为主要的长期驱动因素。”他所指的长期驱动因素是人口方面的不利因素、经济关键领域 (包括科技) 通缩、工会组织松散以及新兴市场经济体日趋成熟。

美联储已经暗示 4 月通胀数据热点本身不会改变其实行高度宽松政策的方向, 正如我们的美国固定收益投资组合策略师在这个[报告](#)中谈到的那样, 即使短期内通胀依然高企, 我们认为美联储仍有理由坚持立场。

## 通胀影响

对于股票投资者来说需要考虑两个主要问题: 通胀对美国市场的整体影响以及对市场各个板块的影响, 二者都会影响投资组合的配置。

就标普 500 指数整体而言, 当通胀和对未来通胀的预期由较低水平上升时, 利润率通常会随之上升——只要工资不是通胀上升的主要因素。大多数公司都拥有定价权, 因为它们通常能够将部分或全部投入成本通胀转嫁给客户, 从而维持或提高利润率。我们在一季度的财报中看到了这种模式, 预计二季度财报季还会再次出现。此外, 当大宗商品价格上涨时, 往往会为诸多行业 (甚至包括某些非大宗商品生产商) 提供额外的定价权。

在本轮扩张期间以及近几十年来的其它时期, 公众对未来通胀走向的预期与股市整体走势一直呈正向相关。随着居民通胀预期上升, 市场也不断走高。

但就市场的各个板块而言, 通胀未必会对它们一视同仁。根据 2004 年加拿大皇家银行资本市场的一项研究, 当通胀预期上升时, 部分最易受经济形势影响的价值股板块 (高度周期性的板块) 跑赢大盘, 比如能源、原材料和金融板块。相反, 科技、医疗保健和通信服务板块表现不佳。这种记录支持我们一直以来的建议, 即至少 2021 年美国股票投资应该倾向于“价值型”股票, 而不是“增长型”股票。

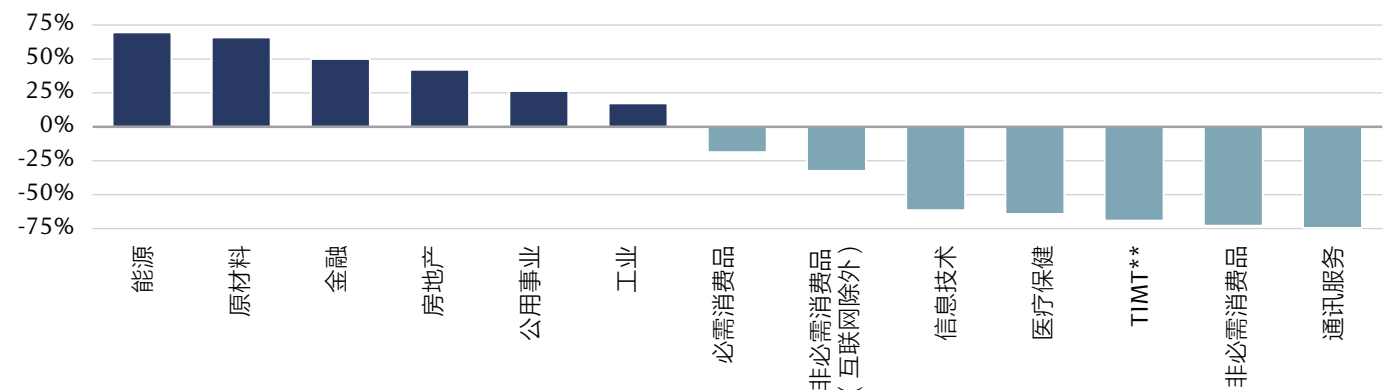
但美国股市整体面临的挑战在于, 容易受通胀影响且估值过高的科技股在市场中的份额比过去大得多, 目前占标普 500 指数的 26%, 2010 年时则为 17%。只要通胀担忧成为焦点, 机构投资者也许会倾向于减少科技股敞口, 至少暂时如此。在我们看来, 这意味着市场整体上需要更多时间进行调整, 期间可能会出现更多波动和板块轮换。

## 是绊脚石而非不是拦路虎

当前仍处于商业周期的早期阶段, 必然导致下次衰退的银根紧缩、随之而来的企业利润下降、以及股市熊市似乎还很遥远。我们认为长线投资者应当无视近期的通胀干扰, 继续在投资组合中适度增持股票。不过我们认为通胀风险加剧凸显了美国敞口更加倾向于“价值”股而不是“增长”股的必要性。

## 当通胀预期上升时, 能源、原材料和金融股往往跑赢标普 500 指数

2004 年以来标普 500 指数板块涨跌幅与通胀预期的连动性 \*



\* 标普 500 板块涨跌幅以标普 500 指数为整体进行衡量。通胀预期以密歇根大学消费者通胀预期调查为准, 该调查给出了未来五年商品和服务价格上涨预期的中值

\*\* TIMT 代表科技、互联网、媒体和电信

资料来源: 加拿大皇家银行资本市场美国股市策略、Haver、标普 Capital IQ/ClariFi; 数据期间为 2004 年至 2021 年 3 月

## 美国

Alan Robinson – 西雅图

■ 由于通胀和加息担忧再度浮现，股市回吐了上周创纪录的收盘涨幅。周中衡量股市“恐慌”程度的波动率飙升，之后趋于稳定。与此同时，债券收益率也出现飙升，不过我们注意到近期收益率的升幅远低于 2021 年一季度的升幅，而且波动也没有那么明显（参见图表）。其它担忧还包括担心资本利得税率上调，这往往会影响到近期跑赢大盘的板块，因为担心投资者可能会提前而非推迟获利了结。

■ 由于一些雇主无法提供具有竞争力的薪酬或就业条件，而大公司通过提高工资来吸引员工，职位空缺和职位招聘之间的缺口正在扩大。为了留住员工，麦当劳 (MCD) 宣布将其非特许经营餐厅的时薪提高 10%，Chipotle (CMG) 计划将其平均时薪提高 2 美元左右。

■ 2021 年一季度财报季最终尘埃落定，结果非常强劲。FactSet 的数据显示，本周初 88% 的标普 500 指数成份股公司均已公布一季度业绩。其中 86% 的公司盈利超出普遍预测，这是自 2008 年开始有记录以来的最高比例。在财报季开始之前，分析师预计盈利将同比增长 24%。在大部分公司都公布业绩之后，当前混合增长率已达到 49%，仅次于 2009 年经济衰退后 2010 年一季度的 55%。

■ 由于银行释放衰退期间未实际发生的贷款损失准备金的能力，金融板块成为盈利增长的最大贡献者。而由于对在家办公解决方案和网上购物的需求，信息技术行业也成为主要的贡献者。

■ 管理团队的展望同样也很乐观。他们普遍对经济复苏和被压抑的消费者需求持乐观态度，并通过增加回购股份来支持他们的乐观看法。通胀成为最大担忧，不过管理层预计会将较高的投入成本转嫁给消费者，从而保护利润率。

## 加拿大

Luis Castillo – 多伦多

■ 加拿大的盈亏平衡通胀率（市场隐含通胀预期指标）经过 4 月的短暂停顿之后，本周重回上升轨迹。随着各个经济体开

## 波动率和债券收益率均有所上升，但仍低于年内高点

隐含股票波动率与债券收益率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet

始由大流行引发的冬眠中缓慢复苏，通胀已经成为普遍担忧，加拿大和美国的盈亏平衡通胀率均轻松超出大流行前的水平，目前已处于多年高位。但相对于美联储较为耐心和鸽派的基调，加拿大央行在货币政策上语气更为强硬，导致通胀预期出现分化。这种信息传递的差异使得两国之间的盈亏平衡通胀率出现了十多年来最大的差距之一，因为投资者预计加拿大央行对通胀上升的反应将比美国央行更为敏感。

■ 两家央行均已多次表示所需的经济条件尚未得到满足，不足以让它们偏离当前的宽松货币政策。主要的争议之一是劳动力市场，尽管有好转的趋势，却仍低于大流行前的水平。鉴于加拿大延长卫生限制措施，对 4 月就业报告的普遍预期并不乐观。然而加拿大损失了 20.7 万个工作岗位，比预期的 15 万个更为糟糕，失业率由一个月前的 7.5% 升至 8.1%。根据加拿大统计局的报告，失业人数最多的是安大略省和不列颠哥伦比亚省受限制措施收紧影响最大的行业，包括零售业、住宿和餐饮服务以及信息、文化和娱乐行业。由于依然实施严格的限制措施，我们认为即将公布的 5 月报告不太可能出现逆转。但随着疫苗接种加快速，我们相信未来的就业前景有望令人鼓舞。

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ 由于对美国通胀的担忧日益加剧 (如 [专题文章](#) 所述), 5 月 10 日 (周一) 收于历史新高的欧洲斯托克 600 指数在本周末余下的时间里回落了近 2%。值得注意的是, 年初迄今跑输大盘的必需消费品和医疗保健等抗跌股的表现优于大盘。我们认为这表明市场中“重启交易”相关板块出现了一定程度的获利回吐, 这些板块在过去 6 个月里表现强劲。

■ 欧盟委员会大幅上调了对欧元区的经济预测。当前预计 2021 年 GDP 同比增长 4.3%, 2022 年为 4.4%, 此前则预测这两年的增幅均为 3.8%。欧盟首次将 7500 亿欧元欧盟复苏基金的影响考虑在内, 该基金很可能会在今年三季度开始拨付资金。半数资源被专门用于意大利和西班牙, 这两个国家的经济受疫情的打击最大, 正常情况下它们的旅游业规模较大。值得注意的是欧委会大幅上调了意大利和西班牙的 GDP 增长预期, 当前认为所有欧元区经济体都将在 2022 年底前恢复到大流行前的水平。

■ 欧元区前景改善推动德国 10 年期国债收益率飙升至近两年来的最高水平, 处于 -0.11% 左右的水平。加拿大皇家银行资本市场的全球宏观策略师相信收益率将会上升, 曲线将会趋陡, 他们认为即将公布的增长和经济活动数据将是强劲的。此外, 德国国债收益率已经突破重要技术关口。

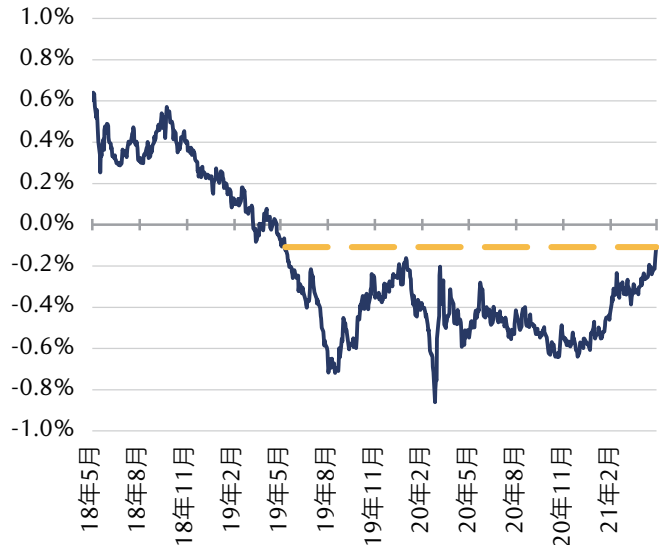
■ 在英国, 3 月 GDP 环比增长 2.1%, 高于普遍预期的 1.5%。尽管当时经济几乎并未解封, 孩子们重返校园, 促进了经济活动。再加上春季解封准备, 也使得经济出现反弹。截至 3 月底, 英国的经济规模相比一年前缩小了 6%。

## 亚太

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

■ 由于通胀担忧和新冠疫情卷土重来抑制投资者情绪, 本周多数亚洲股市承压。MSCI 亚太指数已由 2 月的高点回调约 9%, 几乎回吐了 2021 年以来的所有涨幅。

## 德国 10 年期国债收益率处于近两年来的最高水平



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

■ 本周台湾股市的表现最为糟糕, 台湾证交所加权指数在四个交易日内下跌了 9.7%。仅周三当天该指数就下跌了近 9%, 成为 54 年来最差的单日表现。出现深幅调整有几个原因: 新冠疫情恶化、全球科技股暴跌加剧的溢出效应以及杠杆化仓位平仓。彭博社的报道称 2021 年的保证金债务增加了 46%, 两周前达到约 2740 亿新台币 (98 亿美元), 为 2011 年以来的最高水平。

■ 由于央行维持中性政策立场, 4 月中国信贷扩张放缓。银行贷款同比增幅放缓至 12.3%, 去年同期则为 12.6%。今年 3 月中国人民银行要求银行在未来几个月控制贷款增长, 将其维持在与 2020 年大致相同的水平之上。

■ 国有不良债务管理公司中国华融资产管理股份有限公司 (2799 HK) 表示准备偿付未来债券, 其从中国政府获得的支持力度并无变化, 在国内媒体报道监管机构拒绝接受公司重组计划之后意图减轻投资者的担忧。

■ 韩国宣布加大对本国芯片企业的税收减免力度, 并提供 1 万亿韩元 (8.83 亿美元) 的贷款。政府计划在未来十年斥资约 4500 亿美元建立世界上最大的芯片制造基地。到 2030 年时三星电子 (005930 KS) 和 SK 海力士 (000660 KS) 将以总计 510 万亿韩元的半导体研发和生产投资领先。

## 市场 行情

数据截至 2021 年 5 月 13 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	4,112.50	-1.6%	9.5%	44.4%	40.2%
道琼斯工业平均指数	34,021.45	0.4%	11.2%	43.8%	28.7%
纳斯达克指数	13,124.99	-6.0%	1.8%	48.2%	61.6%
罗素2000指数	2,170.95	-4.2%	9.9%	71.9%	34.4%
标普/多伦多综合指数	19,135.81	0.1%	9.8%	29.0%	16.0%
富时全股指数	3,966.08	-0.4%	8.0%	23.0%	-2.0%
欧洲斯托克600指数	437.32	0.0%	9.6%	30.8%	13.0%
欧洲斯托克50指数	3,952.45	-0.6%	11.3%	39.0%	14.1%
恒生指数	27,718.67	-3.5%	1.8%	14.8%	-5.1%
上证综指	3,429.54	-0.5%	-1.3%	19.2%	18.0%
日经225指数	27,448.01	-4.7%	0.0%	39.9%	23.3%
印度Sensex指数	48,690.80	-0.2%	2.0%	53.7%	26.1%
新加坡海峡时报指数	3,123.26	-3.0%	9.8%	20.5%	-5.1%
巴西Ibovespa指数	120,705.90	1.5%	1.4%	52.7%	27.0%
墨西哥Bolsa IPC指数	48,829.31	1.7%	10.8%	32.0%	10.7%
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	1.656%	3.0	74.2	95.3	-81.4
加拿大10年期债券	1.566%	2.0	88.9	95.3	-16.8
英国10年期债券	0.898%	5.6	70.1	66.7	-32.1
德国10年期债券	-0.120%	8.2	44.9	38.7	-12.6
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	1.58%	-0.4%	-3.0%	-0.2%	16.3%
美国投资级企业债券	2.23%	-0.6%	-4.1%	5.1%	21.7%
美国高收益企业债券	4.15%	0.0%	1.9%	19.3%	19.7%
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)	1,826.98	3.3%	-3.8%	8.4%	42.6%
白银(现货美元/盎司)	27.09	4.5%	2.6%	82.4%	81.8%
铜(美元/吨)	10,433.25	6.1%	34.6%	101.9%	67.5%
原油(WTI现货/桶)	63.82	0.4%	31.5%	166.0%	2.5%
原油(布伦特现货/桶)	66.96	-0.4%	29.3%	125.3%	-6.0%
天然气(美元/百万英热单位)	2.97	1.4%	17.0%	52.8%	17.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	90.7210	-0.6%	0.9%	-9.4%	-7.0%
加元/美元	0.8223	1.1%	4.7%	16.3%	10.6%
美元/加元	1.2161	-1.0%	-4.4%	-14.0%	-9.6%
欧元/美元	1.2081	0.5%	-1.1%	11.9%	7.9%
英镑/美元	1.4054	1.7%	2.8%	13.8%	7.3%
澳元/美元	0.7730	0.2%	0.5%	20.8%	10.6%
美元/日元	109.4500	0.1%	6.0%	3.1%	-1.2%
欧元/日元	132.2200	0.6%	4.8%	15.4%	6.6%
欧元/英镑	0.8596	-1.2%	-3.8%	-1.7%	0.5%
欧元/瑞郎	1.0942	-0.3%	1.2%	4.0%	-4.0%
美元/新加坡元	1.3335	0.2%	0.9%	-6.1%	-2.2%
美元/人民币	6.4520	-0.4%	-1.2%	-7.1%	-4.6%
美元/墨西哥比索	19.9384	-1.5%	0.1%	-18.2%	5.0%
美元/巴西雷亚尔	5.3102	-2.3%	2.1%	40.5%	33.8%

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 0.82, 表示 1 加元相当于 0.82 美元。加元兑美元回报为 4.7%, 表示年初至今加元兑美元上涨 4.7%。美元/日元为 109.45, 表示 1 美元可兑换 109.45 日元。美元兑日元回报为 6.0%, 表示年初至今美元兑日元上涨 6.0%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 5 月 13 日美国东部时间下午 4:35。

## 作者

### Kelly Bogdanova – 美国旧金山

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

### Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@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

### 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

### 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:** Luis Castillo 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; Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity 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 2021 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 ]	762	55.46	299	39.24
持有 [ 与板块持平 ]	559	40.68	179	32.02
卖出 [ 跑输板块 ]	53	3.86	4	7.55

### 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

构建含有各个有价值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, 对可向其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。© 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 / 美国金融行业监管局 / 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