

美联储准备展开减码讨论

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

虽然迟早都会发生，本周美联储缩减资产购买计划的讨论还是短暂搅动了市场。尽管各国央行都将不可避免地减少支持，我们预计宽松政策仍将维持多年。

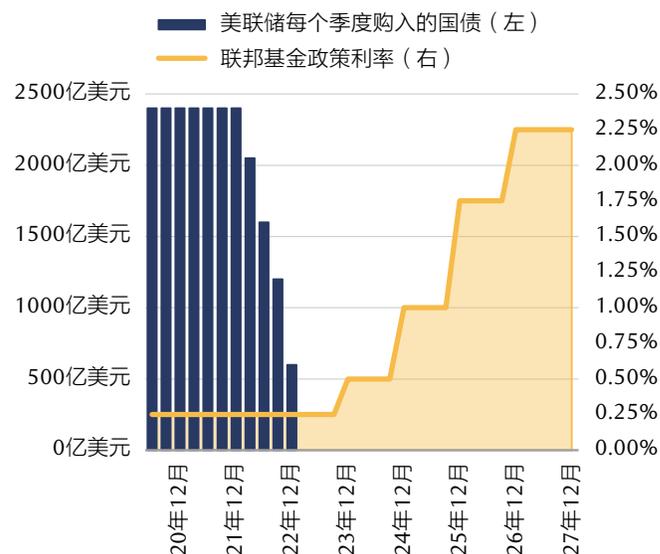
由于美联储4月27-28日的会议纪要显示经济继续“快速发展”，“许多与会者”准备在即将举行的会议上讨论削减美联储正在进行的资产购买计划，本周市场出现了某种轻微的“减码恐慌”(taper tantrum)。

尽管许多观察人士也许会认为(我们认为是对的)讨论取消宽松政策的可能性只不过是在说明一个显而易见的事实，却与美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)的近期言论相左，他表示目前并未讨论这个问题。这也许就是市场恐慌的根源。

市场已经为持续的通胀担忧感到焦虑，“减码讨论”(taper talk)是否会成为未来几个月投资者面临的又一个风险？毕竟近期加拿大央行和英国央行开始以各种形式开始缩减资产购买计划，而美联储本周的动向随之而来。

与正常的市场情况一样，更大的问题在于市场的反应。很难判断市场对美联储退出的普遍预期是什么，不过纽约联储自己的市场参与者调查也许能给我们提供最接近基本共识的数据。

对美联储退出的基本共识：明年初开始逐步削减购债规模，2023年末加息



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、纽约联储储备银行3月市场参与者调查

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20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20日美国东部标准时间下午5:00；分发：2021年5月20日美国东部标准时间下午5:03
请参阅第6页，了解重要和必须的非美分析师披露。

如上页图表所示, 3 月的调查显示多数受访者预期美联储 2400 亿美元的美债购买规模将持续至今年年底, 2022 年一季度为 2050 亿美元, 二季度则为 1600 亿美元, 直至年底时完全停止购买。因此, 2023 年仍将成为加息进程开始的第一个窗口。

鲍威尔坚称市场将收到美联储计划的充分警告信息。虽然央行也许会在 6 月 15 日至 16 日的会议上进行讨论, 我们预计任何正式声明都将在今夏晚些时候之后发布。如果美联储采取行动的速度超出当前的普遍预期, 则可能会给市场带来波动。鉴于当前经济复苏道路的不确定性, 我们认为美联储仍希望避免市场波动。

如果各国央行都开始减码, 您也应该这么做吗?

但市场在关注 6 月的美联储会议、寻找未来政策蛛丝马迹的同时也在关注欧洲央行, 由于欧洲接种疫苗和地区经济增长前景改善令人愈加乐观, 传言它也正在考虑拨削减购债规模。这种趋势将使得全球至少四家主要央行走上某种形式的政策回调之路。

如上图所示, 全球股价与全球主要央行的资产负债表之间存在明显的相关性。不过我们仍认为人们对这种关系进行了过多的解读, 央行退出阶段对股票和企业债券等风险资产来说未必就是一种风险。不过当然需要引起注意。

透过表象可以发现, 多年来股市和央行资产负债表之间的实际关系在最好的情况下也只能说是脆弱的。上一次美国市场不得不面对美联储停止购债恐慌是在 2014 年底, 虽然当时很多人都担心这将影响市场反弹, 2015 年至 2018 年期间标普 500 指数继续提供了超过 30% 的回报。2017 年底时也是如此, 当时美联储实际上已经开始缩表, 风险资产总体上却继续表现强劲。

各国央行计划退出是否令市场面临风险?



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社, G4 央行为美联储 (美国)、欧洲央行、日本央行和英国央行

谨慎为上

不管怎么说, 无论全球经济在疫情中复苏的势头多么强劲, 我们相信各国央行都不会很快采取行动。即使美联储在明年年底前逐步削减资产购买规模, 也很可能会继续将利息收入和到期债券进行再投资, 就像 2015 年至 2017 年期间一样使资产负债表持平。我们预计不会直接出售持有的债券。

美联储在全球金融危机后的经验教训表明, 过早取消宽松政策的代价也许会远大于太晚取消的代价。这一点在 2011 年欧洲央行决定加息时表现得最为明显, 它发现几乎立即就被迫改变了政策方向, 仅在几年之后就以负政策利率告终。

在各国央行制定退出计划的同时, 由于未来数月这个问题的总体风险似乎将有增无减, 我们认为在任何合理的时间范围之内, 投资者可以预期仍将有充足的政策支持。

美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

■ **本周美国股市继续小幅走低, 芝加哥期权交易所 (CBOE) 波动率指数 (VIX) 已由 4 月中旬略低于 17 的低点上升至本周稍早时的近 24。**本周标普 500 指数下跌 0.4%, 道琼斯工业股票平均价格指数则下跌了 0.9%。以罗素 2000 指数为指标的小盘股本周下跌 0.8%, 纳斯达克指数则以 0.8% 的涨幅逆向而行。纳斯达克指数表现领先是由于信息技术和通信服务股跑赢其它所有板块, 以及能源、金融和工业股滞后。这些**板块走向推动本周增长股跑赢价值股**, 尽管年初迄今价值股已经领先 10 个百分点。

■ **本周美国零售企业开始公布季度业绩, 结果广泛超出普遍预测**, 有助于观察当前的消费情况。家得宝同店销售额同比增长近 31%, 处于行业领先水平, 却并非唯一大幅超出预期的例子。本季度沃尔玛、塔吉特 (Target) 和劳氏 (Lowe's) 均呈现出强劲的消费趋势。家得宝报告传递出的另一个重要信息, 也是我们在整个零售行业观察到的一点, 是**将通胀输入因素完全传递给消费者的能力**。木材和铜是本季度家得宝通胀最严重的商品, 木材价格已同比上涨三倍多。不过需求依然强劲, 价格趋势也未能抑制销量。

■ **逐周初请失业金人数继续稳步下降**, 5 月 15 日当周公布的 44.4 万人低于预期, 也低于上周的 47.8 万人。这使得四周移动均值降至大流行后的最低水平, 为 50.5 万。四周移动均值自 530 万开始下降, 但仍高于大流行前 20-25 万左右水平。

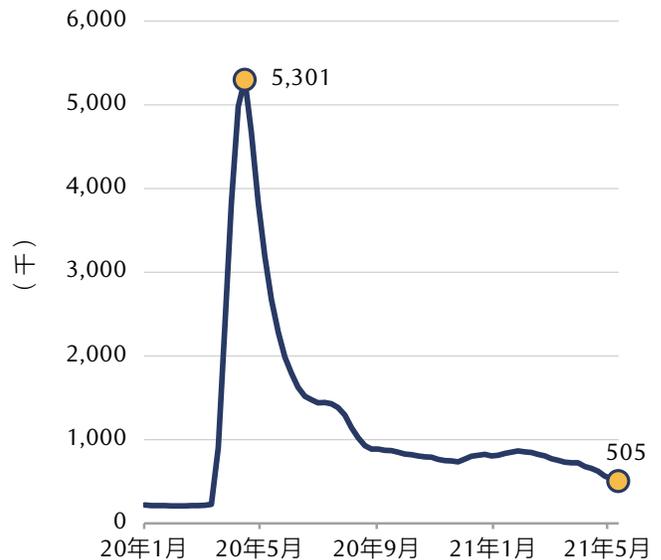
加拿大

Carolyn Schroeder 和 Richard Tan(CFA) – 多伦多

■ 年中已近, 显然**周期股势头正猛**。铜一直备受关注, 在某种程度上是由于增长极为强劲, 同时大宗商品价格同比上涨近 90%。这种势头的其中一个驱动因素是**绿色能源转型**, 电动汽车和可再生能源的构建往往都需要用到铜。而在供给侧, 库存量依然偏低, 进而会在短期内支撑价格上涨。**加拿大皇家银行资本市场预测 2021 年将出现全球供应短缺**, 2022 年至 2024 年

失业救济人数继续减少, 但仍高于新冠疫情前水平

每周初请失业金人数, 4 周均值



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、FactSet; 数据截至 2021 年 5 月 20 日

市场则将出现供应过剩。至于铜股, 大多都实现了强劲回报, 不过我们注意到这些公司在标普多伦多综指中占比不到 3%。与大多数大宗商品驱动型企业一样, 我们建议相应地管理头寸规模, 因为其波动性往往高于平均水平。

■ 在 2020 年秋季和 2021 年最初几个月连创新高之后, **4 月加拿大二手房交易环比下滑了 12.5%**。尽管过去三个月有所缓解, 供求状况依然紧张。**3-4 月期间加拿大综合基准价格 (MLS 房价指数) 上涨了 17000 加元 (2.4%)**, 自 2020 年 4 月以来已累计上涨 135000 加元 (23.1%)。安大略省的价格主导了全国趋势, 尽管其它多数大大小小的市场价格仍在不断攀升。安大略省的乡村小屋正面临购房者之间的竞争, 安大略南部的小市场和渥太华也紧随其后。在加拿大西部, 购房者在包括弗雷泽谷 (Fraser Valley) 和维多利亚 (Victoria) 在内的不列颠哥伦比亚省 (British Columbia) 购房不得不支付高得多的费用。**加拿大皇家银行经济研究部预计长期利率逐步上升、承受能力日益恶化、房贷压力测试收紧, 恢复办公室办公将会抑制需求**, 同时为今年晚些时候价格上涨放缓奠定基础。

欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ IHS Markit **英国和欧元区采购经理人指数 (PMI) 预览数据将于 5 月 21 日周五公布**。对英国来说, 此次公布的 PMI 预览数据时间过早, 无法充分体现经济解封的最新阶段。尽管如此, **市场普遍预期服务业 PMI 将显示出持续强劲的复苏势头**。

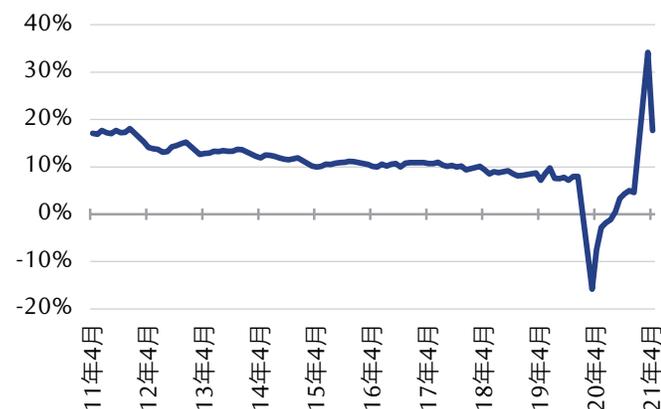
■ **至于欧元区**, 近几个月来的封锁措施打压服务业活动已在意料之中, 不过服务业活动开始回升。上月的 PMI 表明服务业活动萎缩已经见底, **总体服务业数据自 2020 年 8 月以来首次升至 50 以上 (代表扩张水平)**。最近几周意大利和西班牙都放宽了社交距离限制, 法国的经济活动在 5 月 19 日 (周三) 全国封锁限制措施结束之前似乎已经有所回升, 本月欧元区的服务业活动有望进一步复苏; 市场普遍预期服务业 PMI 将由 4 月的 50.5 升至 52.5。

■ **制造业方面, 先行指标显示 5 月制造业活动依然强劲**, 预计 PMI 环比变化不大。鉴于最近几个月欧洲制造业表现强劲, 我们认为未来数月增速开始放缓是合理的预期。

■ 根据最新的会议纪要, **欧洲央行 (ECB) 重点关注的是经济复苏的力度**。ECB 当前认为中期内经济活动略呈“上升”趋势。疫苗接种已大幅加快, 两周内德国、西班牙和意大利每 100 人平均接种剂量分别达到 11.3、11.2 和 10.2, 英国则为 9.9。这是经济解封的好兆头。

中国经济活动放缓

零售销售额同比增幅



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 月度数据截至 2021 年 4 月

■ 这引发了关于**欧洲央行是否会开始讨论放缓其“紧急抗疫购债计划” (Pandemic Emergency Purchase Programme) 的争论**。几个月前欧洲央行已将该计划提高到“显著加快”的水平。我们认为将于 6 月 10 日举行的下一次会议将会受到密切关注。鉴于欧洲央行决心“维持有利的融资条件”, 导致借贷成本上升的欧元区主权债券收益率上升也许会成为其主要的关注焦点。当前**市场预计欧洲央行要到 2023 年年中才会开始上调存款利率**, 滞后于美联储和英国央行。

亚太区

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

■ 在一周前 MSCI 亚太指数下跌愈 3% 之后, **本周亚太股市走高**。此轮反弹主要由印度、台湾和新加坡引领。

■ 为了应对社区病例上升, 本月**新加坡政府第三次收紧安全距离措施**。第二阶段 (高度戒备) 的措施虽然比解封方案更加严格, 却比一年多以前实施熔断措施的限制少得多。**我们预计零售、航空、酒店、公共交通和银行等即将解封的行业仍面临压力**, 具体取决于这些措施将会持续多久以及是否会出台更加严格的限制措施。与此同时, 投资者逃向安全资产可能会让投资者对超市、工业房地产投资信托基金以及证券交易所重新产生兴趣。

■ 在 2021 年一季度经济扩张创下纪录之后, **最新宏观数据显示 4 月中国经济活动有所放缓**。年初至今固定资产投资增长 19.9%, 与普遍预期一致。工业产值同比增长 9.8%, 略低于 10% 的预测中值。零售销售额同比增长 17.7%, 远低于预期的 25%。**北京的高级官员最近形容经济复苏“不平衡不稳定”**, 并承诺进一步努力推动国内需求回升。

■ **阿里巴巴集团 (9988 HK) 2021 年第四财季业绩与普遍预期基本一致**, 营收则略超预期。该公司的核心电子商务业务依然稳健, 不过阿里巴巴云业务在痛失头部客户之后增长放缓。**该公司宣布计划将 2022 财年的所有增量利润用于支持商家**。这一庞大的投资计划已导致多次盈利下调。不过有分析师相信这或许将成为对 2022 财年盈利的最后一轮向下修正。

市场 行情

数据截至 2021 年 5 月 20 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	4,159.12	-0.5%	10.7%	40.0%	46.4%
道琼斯工业平均指数	34,084.15	0.6%	11.4%	38.7%	32.7%
纳斯达克指数	13,535.74	-3.1%	5.0%	44.4%	75.7%
罗素2000指数	2,207.76	-2.6%	11.8%	63.9%	44.8%
标普/多伦多综合指数	19,542.95	2.3%	12.1%	30.3%	19.2%
富时全股指数	4,003.09	0.5%	9.0%	20.1%	0.0%
欧洲斯托克600指数	441.90	1.0%	10.7%	28.9%	17.1%
欧洲斯托克50指数	3,999.91	0.6%	12.6%	35.9%	18.7%
恒生指数	28,450.29	-1.0%	4.5%	16.6%	2.4%
上证综指	3,506.94	1.7%	1.0%	21.6%	22.2%
日经225指数	28,098.25	-2.5%	2.4%	36.4%	31.9%
印度Sensex指数	49,564.86	1.6%	3.8%	60.8%	26.0%
新加坡海峡时报指数	3,109.81	-3.4%	9.4%	21.4%	-3.0%
巴西Ibovespa指数	122,700.80	3.2%	3.1%	50.9%	33.4%
墨西哥Bolsa IPC指数	49,907.36	4.0%	13.3%	38.5%	14.7%
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	1.627%	0.1	71.4	94.7	-78.9
加拿大10年期债券	1.543%	-0.3	86.6	98.2	-14.5
英国10年期债券	0.839%	-0.3	64.2	61.0	-21.6
德国10年期债券	-0.109%	9.3	46.0	35.9	-2.2
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	1.57%	-0.3%	-2.9%	-0.7%	16.4%
美国投资级企业债券	2.21%	-0.3%	-3.9%	3.5%	22.0%
美国高收益企业债券	4.23%	-0.2%	1.8%	17.2%	19.5%
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)	1,877.34	6.1%	-1.1%	7.4%	46.9%
白银(现货美元/盎司)	27.76	7.1%	5.1%	58.1%	91.8%
铜(美元/吨)	9,980.00	1.5%	28.8%	84.2%	66.2%
原油(WTI现货/桶)	62.05	-2.4%	27.9%	83.6%	-1.7%
原油(布伦特现货/桶)	64.88	-3.5%	25.3%	81.5%	-9.9%
天然气(美元/百万英热单位)	2.95	0.5%	16.1%	66.4%	10.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	89.7640	-1.7%	-0.2%	-9.4%	-8.3%
加元/美元	0.8291	1.9%	5.6%	15.2%	11.3%
美元/加元	1.2061	-1.8%	-5.2%	-13.2%	-10.2%
欧元/美元	1.2229	1.7%	0.1%	11.4%	9.5%
英镑/美元	1.4187	2.6%	3.8%	15.9%	11.5%
澳元/美元	0.7771	0.7%	1.0%	17.8%	12.5%
美元/日元	108.7800	-0.5%	5.4%	1.2%	-1.2%
欧元/日元	133.0200	1.2%	5.4%	12.7%	8.2%
欧元/英镑	0.8619	-0.9%	-3.6%	-3.9%	-1.8%
欧元/瑞郎	1.0978	0.0%	1.5%	3.6%	-2.5%
美元/新加坡元	1.3307	0.0%	0.7%	-5.8%	-3.3%
美元/人民币	6.4348	-0.6%	-1.4%	-7.3%	-6.9%
美元/墨西哥比索	19.8659	-1.9%	-0.2%	-14.4%	4.2%
美元/巴西雷亚尔	5.2832	-2.8%	1.6%	39.8%	29.0%

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 5.6%, 表示年初至今加元兑美元上涨 5.6%。美元/日元为 108.78, 表示 1 美元可兑换 108.78 日元。美元兑日元回报为 5.4%, 表示年初至今美元兑日元上涨 5.4%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 5 月 20 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

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@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

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: Carolyn Schroeder 和 Richard Tan 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, 因此他们未必参与与目标公司通讯, 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