全球
透视
周刊

财富管理

来自全球投资咨询委员会的观点

2021 年 6 月 17 日

漫漫加息路的第一步?

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

在 6 月的会议上，美联储为讨论逐步削减资产购买规模和未来加息敞开了大门。不过依然长路漫漫，而且通胀是许多人最关心的问题，本期我们探讨可能影响美联储未来政策的经济因素。

美联储在 6 月的会议上使用的措辞比市场预期更为强硬，推动美债价格走低和收益率上升。尽管我们也认为这次会议对了解美联储未来的政策举措很重要，我们要提醒的是，市场的初步反应似乎夸大了美联储不断调整的预测以及会后声明的措辞所带来的影响。

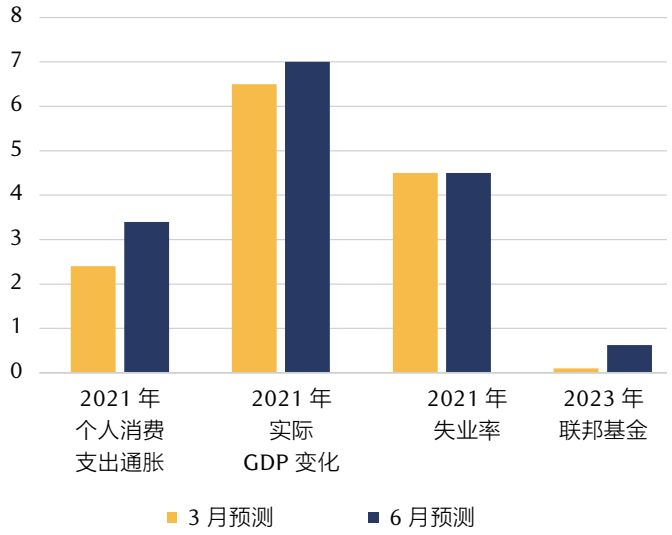
利率：雷声大雨点小

在政策方面，美联储一如预期维持当前的联邦基金利率目标区间，以及 1200 亿美元的月度资产购买计划。与此同时，联邦公开市场委员会 (FOMC) 成员更新了他们各自对经济增长、通货膨胀和政策利率的预测。在 3 月的上一次调查中，预测中值为到预测期末时利率为零，但在本月的报告中，预估中值包括 2023 年两次加息，这将导致联邦基金利率升至 0.625%。

我们认为预测值中值变化不会对投资者的想法产生多少影响。美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 在会后的新闻发布会上表示美联储成员的预测只是大致时间，并不代表未来政策的计划。此外，2023 年时 FOMC 的成员构成将会发生变化，较为温和的成员将

2021 年经济增长和通胀预期上调引发 2023 年加息预期

美联储对美国经济预测的变化 (%)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美联储

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 6 月 17 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 6 月 17 日美国东部标准时间下午 3:52；分发：2021 年 6 月 17 日美国东部标准时间下午 4:52
请参阅第 6 页，了解重要和必须的非美分析师披露。

占据较多的投票席位。美联储之前的预估并非特别准确的政策利率变化预测，尤其是在事关未来几年的小幅利率差异之时。

开始讨论削减购债规模

尽管 6 月的会议也许并未提供未来加息的清晰前景，我们认为这次会议确实改变了缩减购债的时间表，因为美联储承认削减资产购买规模的讨论可能会从下个月开始，这与美联储之前表示现在谈论缩减购债还为时过早的立场有所不同。再加上美联储早些时候表示会在实施前提前数月通知的指引，我们预计将在年底前逐步退出，时间可能会在初秋。我们仍认为缩减购债规模是长达一年的过程，并认为在至少 18 个月乃至更长的时间内不太可能加息。

市场状况以及通胀水平也许同样是美联储决定开始逐步缩减购债规模的原因之一。本周之前美债收益率的绝对水平接近数月低点，降低了美债收益率上升对削减购债前景的影响。此外，由于近几个月从投资者向美联储回流的资金超过美联储注入金融体系的资金，缩减购债规模可能带来的流动性意外影响有限。3 月以来美联储买入了约 3600 亿美元的美债和机构债券，而投资者向美联储的逆回购工具存入的资金超过 4900 亿美元。总的来说，这是一个开始逐步削减量化宽松规模的恰当时机。

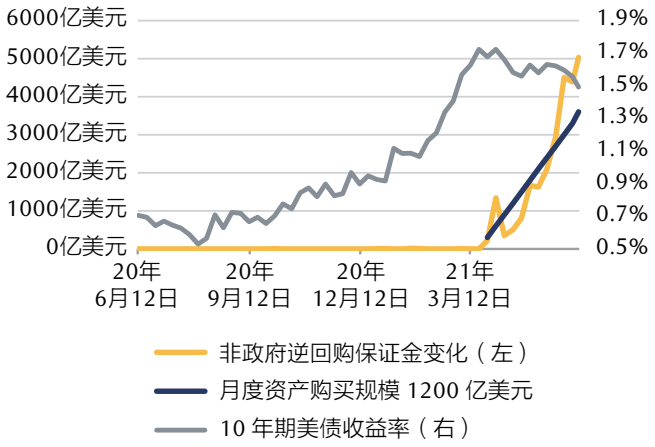
通胀是暂时的，除非不是

除了有关缩减购债规模的讨论，美联储措辞上最明显的变化之一与通胀有关。美联储仍认为 (在我们看来是正确的) 当前通胀很可能是暂时的，不过央行现在承认通胀率也许会高于预期，持续时间也更长。除了定性转变，FOMC 对 2021 年 3 月和 6 月 PCE 通胀预测的中值上调了足足一个百分点，由 2.4% 升至 3.4%。

对美联储变得强硬的一种解读是，该央行现在认为 2021 年可能出现的通胀超调能够满足其最近采取的平均通胀政策的要求，这与美联储的通胀相关言论和预测相符。该政策的细节一直都是模糊的，美联储或许正打算利用这种有目的的模糊。

讨论削减量化宽松规模正当其时

资金回流美联储和收益率下降使削减量化宽松规模变得容易理解



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2021 年 6 月 9 日

对投资者的影响

尽管人们很容易受到美联储政策思维细枝末节的困扰，实际上变化并不大：相比大流行前的就业水平仍减少了数百万个就业岗位，美联储可持续地产生足够高的通胀率、从而克服结构性通缩的能力值得怀疑，而且即使是在乐观的假设下，政策利率走高可能也需时数年。

不过通过本月的会议，我们倒是发现了两个关键主题。首先是继续投资。即使美联储也无法确定市场的时机，在 3 月和 6 月对对未来利率的预测上调了 60 个基点，10 年期美债收益率则下调了 15 个基点。我们认为并无理由认为投资者会表现更好，坐等完美的债市入市机会而现金收益为零不像是一种获利策略。

其次，长线投资者应该坚信多元化和资产配置。无论通胀是否是暂时的，以及如果不是的话美联储将如何应对，这些都是重要的问题，但可能的结果范围广泛。我们认为投资者应寻求适应广泛情况的投资策略，适当地重新平衡的多元化投资组合是应对不确定性的最佳方式之一。

尽管这场大流行给决策者和投资者都带来了独特的挑战，却也强化了基本的投资原则，包括符合风险承受能力的稳健资产配置的重要性。我们认为投资者将受益于关注核心原则，避免对美联储可能的政策调整时机的微小变化作出仓促反应。

美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

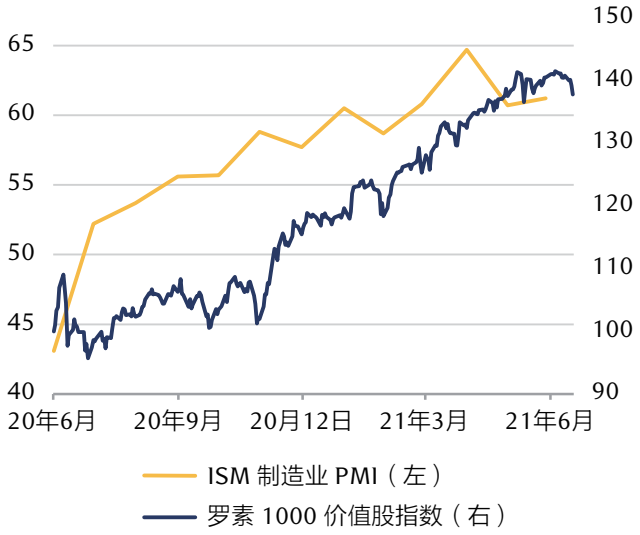
■ 由于美联储改变债券购买计划的指引并上调通胀预期，预示着未来宽松的货币政策将会收紧，导致国内股市走低，**美联储会议和随后的新闻发布会似乎将使美国股市最近三周的涨势嘎然而止**。本周迄今美国股市小幅走低，小盘股落后于大盘股，价值股则落后于增长股。标普 500 指数下跌 0.6%，“增长较快”的纳斯达克指数上涨了 0.7%，价值导向型的道琼斯指数则下跌了 1.9%。本周迄今罗素 2000 指数下跌 2.1%，增长股跑赢价值股 3.5 个百分点。

■ **近期的板块趋势也值得注意**。本周迄今科技、通信服务和医疗保健板块的表现明显领先，只有这些板块飘绿。经济敏感型 (周期性) 原材料股的跌幅超过 4.0%，而由于价值股的表现落后于大盘，此类别中的工业和金融等其它板块的跌幅超过 2.5%。**加拿大皇家银行有限责任公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 认为，这种表现差异在某种程度上是由于近期 ISM 数据见顶**。她指出在 ISM 制造业采购经理人指数下跌 (尽管这次是自近 30 年的高位下跌) 时，周期性板块通常会滞后。相反，当 ISM 制造业 PMI 下跌时，医疗保健、公用事业和必需消费品等经典抗跌股往往会跑赢大盘。**至于长线投资者的投资组合配置，她仍认为应增持周期股，因为在 GDP 增速高于平均水平的环境之下，历史上看周期股会跑赢大盘**。她写道：“在没有进一步的证据表明看似相当强劲的经济增长背景确实面临风险之前，我们不会放弃增持周期性板块。”不过 Calvasina 承认，由于一些机构投资者担心经济指标见顶和估值相对诱人，短期内典型抗跌板块仍有表现良好的空间。

■ **近期的经济报告好坏参半，但总体上支持经济复苏**。以采购价格指数 (PPI) 衡量的通胀数据高于普遍预期。5 月零售销售额不及预期，不过 4 月的销售数据向上修正，凸显出 3 月在刺激措施推动之下经济加速的粘性。5 月新屋开工率环比上升 3.6%，略低于普遍预测。劳动力和建筑材料短缺也许是其中的原因。初请失业金人数意外上升，达 41.2 万人，为近两个月来首次高于前一周。

价值股上涨后随同美国制造业活动陷入停滞

2020 年 6 月 1 日以来的罗素 1000 价值股指数和 ISM 制造业 PMI



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2021 年 6 月 17 日美国东部时间上午 11:15

加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Arete Zafiriou – 多伦多

■ **5 月加拿大二手房交易连续第二个月下滑**，支持加拿大皇家银行经济研究部认为 **3 月二手房交易也许就是周期性峰值**的观点。不过加拿大皇家银行经济研究部同时也指出，由于少数买家之间激烈竞争，**房价尚未见顶**。渥太华、蒙特利尔和多伦多等主要市场同比强劲增长，但落后于大多伦多地区以外较小的市场，由于居民由城市向外转移争取较大空间，这些市场的同比增速超过 40%。总体而言，加拿大皇家银行经济研究部认为库存水平仍将吃紧，并预计房价将在低利率、家庭需求持续变化和高储蓄的推动之下进一步上涨。截至 5 月底，加拿大房价平均同比上涨约 24%，标普多伦多综指的涨幅则约为 34%。

■ **5 月加拿大总体消费物价指数 (CPI) 同比上升 3.6%，为 2011 年 5 月以来的最高年度通胀率。各类主要商品价格均出现上涨**。能源价格贡献了近半涨幅，相比一年前较低的基数上涨了 26.4%。食品价格相比去年 5 月的较高基数上涨 1.5%，加拿大皇家银行经济研究部预计在农产品价格高企的背景下，食品价格将继续上涨。剔除波动较大的能源和食品价格之后，上个月 CPI 同比上升 2.4%，高于 4 月的 1.8%。由于消费者需求和建筑

成本上升导致房价上涨，房屋置换成本同比上升 11.3%，延续了 16 个月来的上涨趋势。乘用车价格同样出现上涨，5 月同比上涨 5.0%，部分原因是全球半导体芯片短缺。随着未来几个季度经济解封，**加拿大皇家银行经济研究部预计消费需求将会上升，并成为 2021 年下半年价格上涨的主要驱动因素**。

欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

- **欧洲斯托克 600 指数创下逾 20 年来最长的连续反弹纪录**，6 月 16 日周三录得连续第九个纪录高点。二季度迄今**价值股和板块轮换陷入停滞**，“绩优”股、尤其是非必需消费品板块中的奢侈品股领涨，而抗跌的必需消费品和医疗保健板块也同样表现出色。

- 银行股成为本季度价值股表现不佳的明显例外，并继续跑赢大盘。**考虑到美联储发表的声明，我们认为一季度时的领涨股短期内可能会重新领涨股市**，银行股和其它周期较短的价值周期股将跑赢期限较长的增长股和绩优股。

- 由于可比时期（即 2020 年 5 月英国全面实施封禁措施之时）经济低迷导致的基数效应，尤其是燃油价格，加上经济随着放宽疫情限制措施逐步解封，5 月**英国 CPI 通胀超出预期**，同比上升 2.1%，普遍预测则为 1.8%。鉴于通胀在很大程度上是由上述两个因素造成的，我们认为当前**英国央行货币政策委员会也许会继续无视通胀率高于 2% 的目标水平**。

- 尽管**欧洲央行**在上周的会议中上调了今年的经济增长和通胀预期，我们认为它也**不太可能很快加入逐步削减购债规模之列**，因为其已再度承诺将显著扩大紧急抗疫购债计划的净购买规模。这种货币政策差异可能会给欧元带来压力，在美联储举行会议后，欧元兑美元汇率下跌了近 1.5%。

亚太区

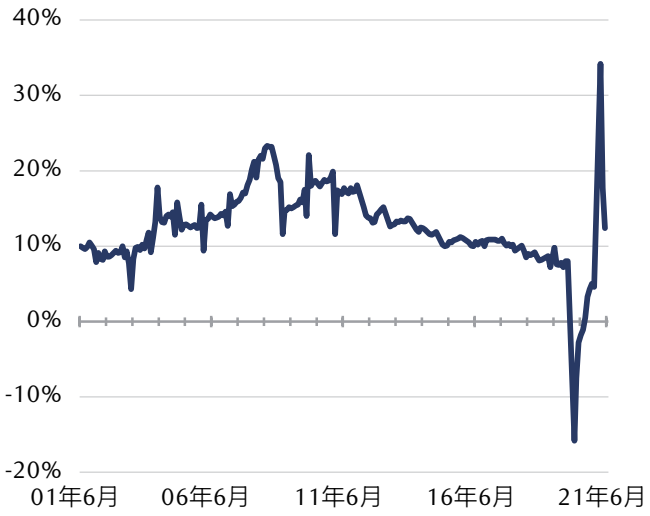
Jasmine Duan – 香港和 Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

- **本周亚太股市持平**，延续了月初以来的走势。

- **来自中国的最新经济数据显示复苏趋稳**，尽管数据略低于预期：5 月工业产值同比增长 8.8%（彭博社调查为增长 9.2%），零售销售额增长 12.4%（彭博社调查为增长 14.0%），年初迄今固定资产投资增长 15.4%。**新冠疫情爆发以来经济强劲反弹主要受到重工业、房地产和出口繁荣的拉动，消费仍是薄弱环节**。我们相信后者是更加可持续增长前景的关键。尽管随着中国内地加快疫苗接种和劳动力市场改善，消费者支出正在逐渐增加，最近的假日支出数据显示消费者仍在抑制消费。与此同时，南方省份广东病毒爆发令近期经济呈下行风险。根据彭博社的调查，**经济学家预计今年中国经济的同比增速将由二季度的 8% 逐渐放缓至三季度的 6.2% 和四季度的 5%**。

中国经济活动正常化

中国零售销售额月度增幅（同比）



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 5 月

- 我们认为投资者对经济增长正常化的前景已有预期，**我们继续增持中国股票，并更加看好价值型的国内公司和股票**。我们预计国内领先的必需消费品公司将成为政府提振国内消费政策的最大受益者，在信贷紧缩的背景下，价值股将继续跑赢大市。

- 根据新加坡央行的一项调查，**经济学家已将 2021 年新加坡 GDP 同比增长预测由 5.8% 上调至 6.5%**。相比正在实施“熔断”措施的一年前低点，经济学家预计二季度新加坡经济将同比增长 15%。新冠疫情进一步恶化仍是最常被提及的下行风险。虽然我们对东盟（东南亚）股票持中性立场，**我们更加看好解封后的新加坡股市**。

市场
行情

数据截至 2021 年 6 月 17 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	4,221.86	0.4%	12.4%	35.6%	46.1%
道琼斯工业平均指数	33,823.45	-2.0%	10.5%	29.5%	29.5%
纳斯达克指数	14,161.35	3.0%	9.9%	42.9%	80.5%
罗素2000指数	2,287.46	0.8%	15.8%	60.4%	49.2%
标普/多伦多综合指数	20,144.04	2.1%	15.5%	30.6%	23.2%
富时全股指数	4,071.33	1.4%	10.8%	17.5%	1.4%
欧洲斯托克600指数	459.33	2.8%	15.1%	25.5%	21.4%
欧洲斯托克50指数	4,158.14	2.9%	17.0%	27.3%	22.9%
恒生指数	28,558.59	-2.0%	4.9%	16.7%	4.9%
上证综指	3,525.60	-2.5%	1.5%	20.1%	22.1%
日经225指数	29,018.33	0.5%	5.7%	29.2%	37.4%
印度Sensex指数	52,323.33	0.7%	9.6%	56.2%	34.3%
新加坡海峡时报指数	3,138.31	-0.8%	10.4%	17.6%	-2.2%
巴西Ibovespa指数	128,057.20	1.5%	7.6%	34.0%	31.2%
墨西哥Bolsa IPC指数	50,202.80	-1.3%	13.9%	32.5%	16.8%
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	1.507%	-8.7	59.4	76.9	-58.7
加拿大10年期债券	1.394%	-9.2	71.7	85.8	-5.9
英国10年期债券	0.776%	-1.9	57.9	58.6	-7.4
德国10年期债券	-0.195%	-0.8	37.4	19.7	4.9
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	1.55%	0.1%	-2.2%	-0.6%	17.3%
美国投资级企业债券	2.11%	0.6%	-2.3%	2.5%	24.1%
美国高收益企业债券	3.89%	0.8%	3.1%	12.6%	21.0%
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)	1,772.35	-7.1%	-6.6%	2.6%	32.3%
白银 (现货美元/盎司)	25.88	-7.7%	-2.0%	47.9%	74.4%
铜(美元/吨)	9,638.25	-6.0%	24.4%	67.9%	65.7%
原油(WTI现货/桶)	71.04	7.1%	46.4%	87.1%	36.8%
原油(布伦特现货/桶)	73.06	5.4%	41.0%	79.5%	19.9%
天然气(美元/百万英热单位)	3.25	8.7%	27.8%	98.2%	36.0%
货币	**汇率**	**月初至今**	**年初至今**	**1年期**	**2年期**
美元指数	91.9410	2.4%	2.2%	-5.4%	-5.8%
加元/美元	0.8094	-2.4%	3.1%	9.8%	8.6%
美元/加元	1.2355	2.4%	-2.9%	-8.9%	-7.9%
欧元/美元	1.1909	-2.6%	-2.5%	5.9%	6.2%
英镑/美元	1.3928	-2.0%	1.9%	10.9%	11.1%
澳元/美元	0.7552	-2.4%	-1.8%	9.7%	10.2%
美元/日元	110.2500	0.6%	6.8%	3.0%	1.6%
欧元/日元	131.3000	-2.0%	4.1%	9.1%	7.8%
欧元/英镑	0.8551	-0.6%	-4.3%	-4.5%	-4.5%
欧元/瑞郎	1.0927	-0.6%	1.1%	2.4%	-2.5%
美元/新加坡元	1.3427	1.6%	1.6%	-3.6%	-2.1%
美元/人民币	6.4483	1.2%	-1.2%	-7.1%	-6.9%
美元/墨西哥比索	20.4259	2.4%	2.6%	-8.6%	6.5%
美元/巴西雷亚尔	5.0153	-3.9%	-3.5%	32.7%	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 0.80，表示 1 加元相当于 0.80 美元。加元兑美元回报为 3.1%，表示年初至今加元兑美元上涨 3.1%。美元 / 日元为 110.25，表示 1 美元可兑换 110.25 日元。美元兑日元回报为 6.8%，表示年初至今美元兑日元上涨 6.8%。

资料来源：彭博社；数据截至 2021 年 6 月 17 日美国东部时间下午 4:35。

作者

Atul Bhatia, CFA – 美国明尼阿波利斯
atul.bhatia@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

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

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; RBC Investment Services (Asia) Limited

Nicholas Gwee, CFA – 新加坡
nicholas.gwee@rbc.com; 加拿大皇家银行新加坡分行

披露与免责声明

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联属公司。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。

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」) 注册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。

倘本报告为概要报告 (涵盖六间或以上公司)，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联属公司的披露资料。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

			过去 12 个月提供的投资银行服务	
评级	**数量**	**百分比**	**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联属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其联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资格客户提供研究。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，以确保合资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 / 美国金融行业监管局 / 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