

裂隙和断裂带

Kelly Bogdanova – 旧金山

随着通胀飙升和经济衰退担忧加剧，投资环境面临更多不确定因素。本期我们盘点这些棘手的挑战，并探讨企业盈利是否将成为下一个从天而降的麻烦。

我们觉得近期去过杂货店、付过水电费的人都不会对此感到惊讶……6月消费物价指数 (CPI) 同比上升 9.1%，再度推高通胀率。不含食品和能源的核心 CPI 同比上升 5.9%。这两项数据都超出经济学家的普遍预测。与 2021 年 6 月相比，部分商品价格显著上涨：汽油价格上涨 59.9%，天然气公用事业价格上涨 38.4%，航空票价上涨 34%，电价上涨 13.7%，家庭食物价格上涨 12.2%，新车价格上涨 11.4%，外出就餐价格也上涨了 7.7%。

进一步观察明细数据将会发现，这已经成为史上最大的月度涨幅之一。6月 CPI 较 5 月上漲 1.3%，这也是本轮通胀周期最高的月度涨幅，居于 1947 年以来涨幅榜的第 12 位。此前超过 1.3% 的 4 次涨幅发生在 1973 年至 1980 年的高通胀时期。

加拿大皇家银行资本市场的首席美国经济学家 Tom Porcelli 预计短期内通胀难以大幅缓解。他认为即使通胀环比放缓，总体 CPI 仍将保持较高水平，因为当前数据难以与去年同期相提并论。

加拿大皇家银行全球资产管理公司首席经济学家 Eric Lascelles 指出，目前能源价格冲击已经渗透到其它行业，渗透到整体经

美国消费者通胀 (同比变化 %)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；月度数据截至 2022 年 6 月

济则仍需时日。他写道，“关键在于，经济参与者仍将成本持续上升当成‘烫手山芋’，一个行业将价格上涨转嫁给另一个行业，并最终转嫁给消费者。Lascelles 补充道，“即使劳动力市场开始走软，工资上涨也可能不会给通胀带来上行压力。”

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。

以 2022 年 7 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：2022 年 7 月 14 日美国东部标准时间下午 3:01；分发：2022 年 7 月 14 日美国东部标准时间下午 3:30。

请参阅第 6 页，了解重要和必须的非美分析师披露。

衰退风险继续上升

由于通胀持续且预期美联储将大幅升息, 当前美债市场预计美联储极有可能在 7 月底的政策会议上升息 100 个基点, 并在今年余下时间里再度升息 100 个基点, 债券市场已经发出经济活动即将恶化的信号。

至关重要的 10 年期至 1 年期美债收益率曲线、也是我们认为七大衰退指标中最可靠的指标证实了这一点。这是本周首次出现倒挂现象, 在 7 月 13 日 CPI 数据发布当天, 1 年期美债收益率比 10 年期美债收益率高出 27 个基点。这是一种不正常的关系, 除非是即将陷入经济衰退, 通常短期收益率会低于长期收益率。

对于我们的衰退记分卡来说, 月底将会看到是否出现这种“倒挂”(指标可能从黄色变为红色), 因为我们用于该指标的历史数据纳入了月均收益率。不过我们预计这种收益率曲线倒挂现象不会在 7 月余下时间内发生逆转。我们认为这意味着衰退风险显著上升, 正如我们在[最近更新的衰退记分卡](#)中解释的那样, 证实了防御性股票头寸的合理性。

Porcelli 也担心经济衰退风险, 而且更甚于近期的通胀风险。他认为美联储在抗击通胀的过程中可能会过度加息, 从而导致经济活动放缓超过必要的程度, 并“迫使”经济陷入衰退。他认为美国经济已经“迅速失去动力”, 美联储昨天发布的褐皮书调查就是明证。Porcelli 指出美联储激进收紧政策拖累经济, 可能会导致经济进一步放缓。

在美国以往 11 次经济衰退中, 企业利润均有所回落

衰退期前后标普 500 指数企业盈利出现下滑

进入衰退期	盈利峰值	盈利低谷	盈利下滑持续时间 (月数)	每股收益峰值	每股收益谷底	每股收益由峰值跌至低谷的幅度
1953 年 7 月	1950 年 12 月	1953 年 12 月	36	2.8 美元	2.5 美元	-11.6%
1957 年 8 月	1956 年 2 月	1959 年 3 月	37	3.6 美元	2.8 美元	-23.4%
1960 年 4 月	1960 年 6 月	1961 年 6 月	12	3.6 美元	3.0 美元	-14.6%
1969 年 12 月	1969 年 4 月	1970 年 6 月	14	6.1 美元	5.1 美元	-16.2%
1973 年 11 月	1975 年 1 月	1976 年 2 月	12	9.6 美元	7.6 美元	-21.6%
1980 年 1 月	1980 年 7 月	1981 年 8 月	13	15.6 美元	13.7 美元	-11.9%
1981 年 7 月	1982 年 8 月	1983 年 7 月	11	16.3 美元	12.1 美元	-25.8%
1990 年 7 月	1989 年 8 月	1982 年 5 月	33	25.7 美元	15.5 美元	-39.7%
2001 年 3 月	2000 年 9 月	2002 年 3 月	18	55.8 美元	41.3 美元	-25.9%
2007 年 12 月	2007 年 8 月	2009 年 10 月	26	89.8 美元	45.1 美元	-49.8%
2020 年 2 月	2020 年 1 月	2021 年 2 月	12	152.5 美元	122.8 美元	-19.5%
均值			20	34.7 美元	24.7 美元	-23.6%
中值			14	15.6 美元	12.1 美元	-21.6%

资料来源: 加拿大皇家银行环球资产管理

业绩回落是否将成为下一个麻烦?

由于衰退风险加大, 我们认为华尔街对未来几个季度标普 500 指数企业盈利的普遍预测过于乐观, 也势必会下调。眼下他们认为 2023 年之前利润将持续增长。然而在以往 11 轮经济衰退前后, 企业盈利均出现下滑。

诚然, 人们可以认为本轮周期有所不同, 因为部分公司明显受益于伴随通胀而来的定价权。但如果未来几个季度经济进一步放缓(请记住, 美联储加息对经济造成的压力具有滞后性), 我们认为企业将开始面临需求下降。我们认为, 尽管某些标普 500 指数成份股公司也许能够通过价格大幅上调来抵消这一影响, 其它公司可能无法跟上通胀的步伐, 并可能受到销量下降的打击, 从而挤压标普 500 指数成份股公司的整体利润率、营收和盈利水平。

有鉴于此, 股票投资者应该注意到以往经济衰退期间出现了业绩萎缩的情况。如图表所示, 加拿大皇家银行环球资产管理发现标普 500 指数成份股盈利平均回落 23.6%。不过与许多股市历史数据一样, 这些数据也存在细微差别。

剔除导致标普 500 指数整体盈利降幅更大、与金融系统动荡相关的两个独特时期(1990 年和 2007 年)后, 平均降幅为 18.9%。如果我们只关注与通胀冲击相关的四个衰退时期(1953 年、1973 年、1980 年、1981 年), 平均盈利降幅则为 17.7%。

根据 Refinitiv I/B/E/S 的数据, 未来四个季度(2022 年三季度至 2023 年二季度)普遍预测的标普 500 指数每股收益为 241 美元。根据该项预测, 2023 年全年每股收益为 250 美元。我们认为考虑到衰退风险, 对这两个时期的预测都偏高。

虽说现在就判断企业盈利将在哪个季度见顶还为时过早, 我们认为谨慎的做法是考虑标普 500 指数企业盈利可能会较峰值下滑约 10%-25%, 该幅度类似于以往通胀时期的下调幅度。

如果未来几个季度整体经济确实出现进一步放缓的迹象, 并开始给企业运营带来压力, 那么管理团队可能会被迫下调预期, 作出普遍预测的华尔街行业分析师也将会下调预期。我们将密切关注当前二季度财报季的管理层指引。

美国

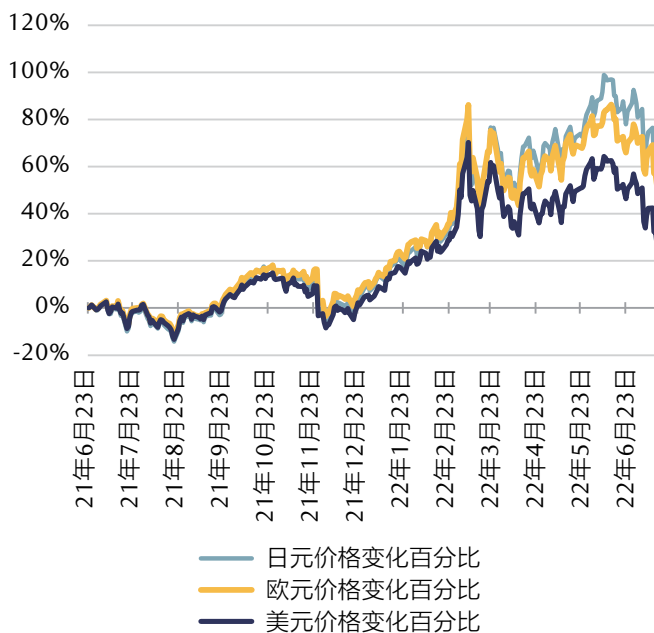
Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

■ **6 月工资增速高于预期，消费物价指数 (CPI) 创下 40 年来的新高，市场因而预计美联储将采取更加激进的紧缩措施** (详情请参阅第 1 页的专题文章)。CPI 报告公布后，利率期货转而反映央行在 7 月 25 日会议上加息 1% 的概率较高，跟本周早些时候升息 75 个基点的预期相比有所上调。如果美联储扩大升息幅度，隔夜利率的目标区间将调整至美联储认为的收缩水平，我们认为该政策立场符合当前高通胀和低失业率的环境。

■ 美联储最近发布、对全美经济状况进行定性调查的褐皮书显示，美国经济出现了广泛的小幅增长，而供应链问题和劳动力短缺使得企业更加难以满足消费者需求。**多个地区的企业将衰退风险日益上升列为主要担忧，不过不同行业的情况存在很大差异。**酒店和旅游业尤为强劲，房地产市场活动则由于房贷利

美元走强有助于抵消油价上涨影响

2021 年 6 月以来布伦特原油涨幅高于美国的贸易伙伴



注：所有数据均以 2021 年 6 月 23 日为基准。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

率上调而出现下滑。一个常被提及的风险是燃料和食品价格上涨导致消费者可自由支配收入下降。在我们看来，通胀风险和增长放缓 (但仍为正向增长) 的整体形势不太可能抑制美联储的政策回应。

■ **美联储收紧政策的潜在受益对象是美元，当前美元兑欧元和日元等主要贸易伙伴国货币汇率已处于数十年来的高位。**美元走强将有助于美国在全球供应中占据更大份额，也可能成为通常以美元交易的大宗商品价格上涨的阻力。6 月中旬以来大宗商品价格持续承压，在某种程度上是由于受全球增长担忧的拖累。

加拿大

Simon Jones 和 Mila Krunic – 多伦多

■ **由于对通货膨胀蔓延的担忧日益加剧，加拿大央行选择将利率上调整一个百分点至 2.5%，这也是 1998 年以来的最大升幅。**尽管超出普遍预测，考虑到 CPI 高于 8%，劳动力市场吃紧带来工资上行压力，以及近期调查数据显示消费者和企业通胀预期持续走高，市场认为这种幅度的上调并不算意外。这一举措超出预期，反映出加拿大央行希望通过“提前”升息防止通胀变得根深蒂固，并避免未来进一步升息的必要性。不过预计利率将会高于当前水平，加拿大央行行长 Tiff Macklem 暗示利率可能需要升至预计 2%-3% 之间的“高端或略高于中性区间”，从而消化经济中的超额需求，使通胀回归目标水平。

■ **加拿大统计局公布的就业数据显示，尽管 6 月减少约 4.3 万个就业岗位，劳动力市场状况继续趋紧。**6 月失业数据标志着自疫情爆发以来，就业人数首次由于与公共卫生限制措施无关的原因下降，主要原因则是 55 岁以上的就业者退出劳动力市场。同时积极寻找工作的人数明显减少，失业率降至 4.9%，创下历史新高。随着劳动力市场供需失衡继续加剧，雇主们将被迫展开更激烈竞争，以吸引和留住人才。这给工资带来上行压力，6 月工资同比上涨 5.2%，而这似乎支持加拿大央行将政策利率上调 100 个基点的决定。

欧洲

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

■ **近期暴跌的欧元再度下跌**, 并短暂下穿重要关口, 即欧元与美元平价 (1 欧元兑 1 美元)。该货币对上一次触及平价是在 2002 年, 也就是欧元问世之初。虽然美国 CPI 数据强劲令欧元兑美元汇率跌破该水平, 多重因素持续推动近期欧元下跌。目前投资者最关心的是能源危机持续加剧, 俄罗斯切断通过北溪 - 1 号管道向德国出口天然气的风险越来越大。我们认为这加剧了人们对该地区陷入经济衰退的担忧, 令欧元承压。

■ **利率压力成为欧元完美风暴的另一个推手**。尽管欧洲央行已准备好在本月升息, 这也是 10 多年来的首次升息, 却已然落后于已在收紧政策的全球其它国家央行。最后, 在避险情绪和美联储激进政策的推动下, 美元大涨放大了欧元 / 美元这一货币对的跌势。尽管欧元贬值快于许多人的预期, 看跌因素依然存在, 短期内我们仍对欧元持谨慎态度。最近加拿大皇家银行资本市场修正了对该货币对的预测, 当前预计 2023 年一季度将由之前的平价跌至 0.97 的低点。

■ **此外, 加拿大皇家银行资本市场当前预计 2023 年初左右欧元区将出现轻微衰退**。然而由于各种缓解因素, 真正出现天然气短缺导致企业关闭和严重经济衰退这种最坏结果并非最可能出现的情况。德国避免天然气短缺的关键可控缓解因素是: 通过其它能源替代供应、以包括将产生一定影响的消费模式变

化等各种方式降低国内需求以及减少出口。当然, 天气形势属于未知因素。

■ **意大利再度出现政治不确定因素**。意大利联合政府的核心成员五星运动在针对受高能源价格冲击的居民和企业出台支持措施的信任投票中弃权, 德拉吉 (Mario Draghi) 因而提出辞职。然而, 他的提议遭到拒绝。政治动荡导致意大利 10 年期国债收益率与德国国债收益率之间的息差升至一个月来的高点。

亚太区

Emily Li – 香港

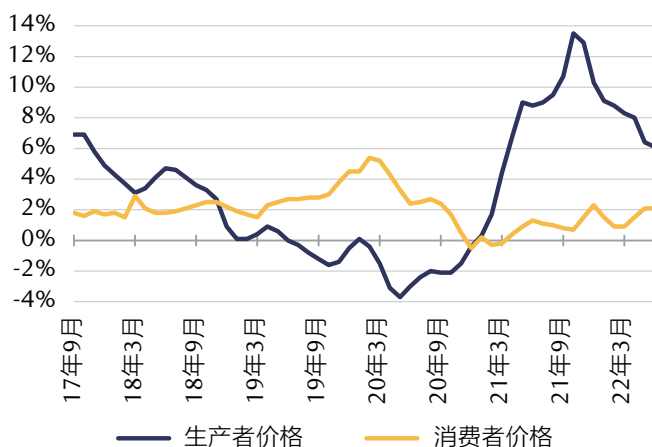
■ **中国国家统计局的数据显示, 6 月中国消费物价指数上升 2.5%**, 这是自 2020 年以来的最高增速, 也超出普遍预期。这在一定程度上是受到猪肉价格反弹的推动。政府计划通过出售国家储备猪肉, 以及要求养猪户不要囤积供应等手段遏制猪肉价格上涨。我们认为通胀不会成为中国的危机。

■ **随着日本基准指数上涨、日元贬值, 上周外国资金加速流入日本股市**。上周流入资金总额增至 38.7 亿美元, 高于四周平均流出资金 24.8 亿美元的水平。我们预计短期内将维持该势头。

■ **昨天台湾加权股价指数收涨 2.7%**, 创下过去四个月来的最大涨幅, 这主要是由于当局承诺自 2020 年以来首次提振岛内股市。台湾“国安”基金已获得授权, 为股市提供支撑。这种干预进一步证实, 依赖于科技股的台湾股市正面临前景走弱以及美国经济衰退担忧加剧的挑战。

■ **万科企业股份有限公司 (2202 HK/000002 CH) 希望最早于 9 月在香港启动旗下物业管理部门的首次公开募股 (IPO)**。彭博社报道中不愿透露姓名的人士表示该公司希望至少筹资 20 亿美元。该公司对该报道未予置评。另外据彭博社一篇未经证实的报道称, **连连数字科技 (蚂蚁集团的竞争对手) 正在洽谈融资约 15 亿元人民币 (2.23 亿美元), 并计划最早于明年在香港上市**。这家总部位于杭州的初创公司专门为亚马逊 (AMZN US) 和 Sea (SE US) 旗下的 Shopee 等电商巨头提供跨境支付服务。由于 2020 年蚂蚁金服首次上市败北, 我们认为金融科技企业成功 IPO 也许会成为正向催化剂。

中国消费者通胀



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、中国国家统计局、彭博社; 2017 年 9 月以来的月度数据

市场 行情

数据截至 2022 年 7 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	3,801.78	0.4%	-20.2%	-13.0%	20.5%
道琼斯工业平均指数	30,772.79	0.0%	-15.3%	-11.8%	18.0%
纳斯达克指数	11,247.58	2.0%	-28.1%	-23.4%	8.2%
罗素2000指数	1,726.04	1.1%	-23.1%	-22.9%	23.0%
标普/多伦多综合指数	18,615.19	-1.3%	-12.3%	-8.2%	19.0%
富时全股指数	3,935.82	-0.1%	-6.5%	-3.3%	15.0%
欧洲斯托克600指数	412.81	1.4%	-15.4%	-10.4%	11.4%
欧洲斯托克50指数	3,453.97	0.0%	-19.6%	-15.6%	3.1%
恒生指数	20,797.95	-4.9%	-11.1%	-25.6%	-19.3%
上证综指	3,284.29	-3.4%	-9.8%	-7.9%	-4.6%
日经225指数	26,478.77	0.3%	-8.0%	-7.8%	16.2%
印度Sensex指数	53,514.15	0.9%	-8.1%	1.4%	45.8%
新加坡海峡时报指数	3,128.69	0.9%	0.2%	-1.2%	18.9%
巴西Ibovespa指数	97,881.16	-0.7%	-6.6%	-23.6%	-0.8%
墨西哥Bolsa IPC指数	47,461.35	-0.1%	-10.9%	-3.7%	30.4%
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	2.937%	-7.6	142.7	152.1	231.9
加拿大10年期债券	3.153%	-7.0	172.7	180.0	261.4
英国10年期债券	2.060%	-16.9	108.9	142.8	187.4
德国10年期债券	1.145%	-19.1	132.2	143.9	156.2
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	3.71%	0.4%	-10.0%	-10.1%	-10.8%
美国投资级企业债券	4.65%	0.7%	-13.7%	-13.7%	-12.0%
美国高收益企业债券	8.56%	1.7%	-12.7%	-11.7%	0.9%
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)	1,735.49	-4.0%	-5.1%	-4.0%	-3.7%
白银(现货美元/盎司)	19.21	-5.3%	-17.6%	-26.1%	0.7%
铜(美元/吨)	7,335.00	-11.1%	-24.7%	-21.8%	11.5%
原油(WTI现货/桶)	96.30	-8.9%	25.1%	28.0%	140.1%
原油(布伦特现货/桶)	99.61	-13.2%	28.1%	30.2%	133.2%
天然气(美元/百万英热单位)	6.61	21.8%	77.2%	78.8%	280.0%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	108.0040	3.2%	12.9%	16.4%	12.0%
加元/美元	0.7705	-0.8%	-2.6%	-3.6%	4.9%
美元/加元	1.2978	0.8%	2.7%	3.7%	-4.6%
欧元/美元	1.0058	-4.1%	-11.5%	-14.6%	-11.3%
英镑/美元	1.1890	-2.4%	-12.1%	-13.9%	-5.3%
澳元/美元	0.6757	-2.1%	-7.0%	-9.3%	-2.6%
美元/日元	137.4200	1.3%	19.4%	24.2%	28.1%
欧元/日元	138.2100	-2.8%	5.6%	6.1%	13.6%
欧元/英镑	0.8459	-1.8%	0.5%	-0.8%	-6.4%
欧元/瑞郎	0.9846	-1.7%	-5.1%	-9.0%	-7.8%
美元/新加坡元	1.4056	1.1%	4.2%	3.7%	1.1%
美元/人民币	6.7187	0.3%	5.7%	3.9%	-4.0%
美元/墨西哥比索	20.7356	3.1%	1.0%	3.4%	-8.9%
美元/巴西雷亚尔	5.3979	2.7%	-3.2%	4.5%	-0.2%

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 0.77, 表示 1 加元相当于 0.77 美元。加元兑美元回报为 -2.6%, 表示年初至今加元兑美元下跌 2.6%。美元 / 日元为 137.42, 表示 1 美元可兑换 137.42 日元。美元兑日元回报为 19.4%, 表示年初至今美元兑日元上涨 19.4%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2022 年 7 月 13 日收盘

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

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

Simon Jones – 加拿大多伦多

simon.jones@rbccm.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Mila Krunic – 加拿大多伦多

mila.krunic@rbc.com; 加拿大皇家银行资本市场有限公司

Thomas McGarrity (CFA) – 英国伦敦

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

Blaine Karbonik (CFA) – 英国伦敦

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

Emily Li – 中国香港

emily.c.li@rbc.com; 加拿大皇家银行投资服务(亚洲)有限公司

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。

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 2022 年 6 月 30 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]	851	58.41	290	34.08
持有 [与板块持平]	560	38.44	169	30.18
卖出 [跑输板块]	46	3.16	6	13.04

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 © 2022 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 © 2022 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 © 2022 加拿大皇家银行欧洲有限公司

版权所有 © 2022 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