

德国：改弦更张？

Frédérique Carrier – 伦敦

欧洲最大的经济体可能即将迎来政治权力转移，这将对包括财政一体化和经济监管体系在内的欧盟政策产生广泛影响。本期我们探讨各种执政联盟方案对金融市场的潜在影响。

随着民调结果发生重大转变，德国财政部长肖尔茨 (Olaf Scholz) 崭露头角，最有可能成为长期执政的德国总理默克尔 (Angela Merkel) 的继任者。9月26日举行的大选还将决定中右翼联盟是否会跟2005年以来那样，继续领导这个世界第四大经济体。大选结果将塑造欧洲的未来。

变革时代

直到最近，默克尔所在政党、即基督教民主联盟与基督教社会联盟 (基民盟 / 基社盟) 的中右翼联盟一直被广泛认为会在大选中获得最多选票。然而过去一个月中左翼的社会民主党 (社民党) 以 25%-27% 的预期票数领先，基民盟 / 基社盟 20%-21% 的支持率却徘徊不前。这是一个巨大的转变，因为该联盟党派的支持率从未获低于 30%。

社民党此次逆转也许要归功于其总理候选人肖尔茨。肖尔茨是一位经验丰富的政治家，自2018年以来一直担任欧盟财政部长的关键职位，在成立7500亿欧元的欧盟救助基金和最近商定全球最低税率方面发挥了核心作用。因此可以将他视作具有延续性的候选人。作为社民党领导人，肖尔茨很可能会开启财政宽

松和与欧洲进一步一体化的时代，尽管他的倡议也许会由于联盟伙伴和德国宪法而受到削弱。

将在大选之后举行的复杂的联合政府谈判也许会旷日持久。根据德国的比例选举制度，各个政党将根据获得的选票数量获得议会席位。民调显示，三方联盟可能会取代当前由基民盟 / 基社盟与社民党组建的双方联盟。

如果近期民调准确，社民党将有机会首次组建联合政府。已经成为重要主流力量的绿党很可能被纳入任何联合政府，并将坚持绿色议程。关键在于中右翼还是中左翼政党，哪个将被选为联合政府的第三个成员。

德国选民面临的经济问题

大选结果事关未来德国和欧洲的多个重要议题。下一页的表格总结了各个主要政党的立场。

德国债务刹车：为应对新冠疫情，德国暂时取消了宪法机制中预算周期内赤字不超过GDP的0.35%的限制，以确保债务可持续。刺激计划仍在实施之中，根据政府的数据，2021年财政赤字将达7%，2022年则为3%左右。

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。

德国各政党纲领：经济政策

党派	国内政策		欧洲政策	
	国债	税收	《稳定与增长公约》	财政一体化
基督教民主与社会联盟 (基民盟 / 基社盟, 中右翼)	重新实施债务刹车; 债务 GDP 比恢复至 60%	税负维持当前水平或下调; 企业税率上限为 25%	不软化规则	否。复苏基金是一次性的; 遵守欧盟规则; 对欧盟工具态度模棱两可
社会民主党 (社民党; 中右翼)	竞选纲领中未具体涉及	减轻低收入者税负, 提高其他人税负; 财产税	可以进行改革, 确保机制的可持续性	是。欧盟应有包含数字和碳边境税工具
自由民主党 (自民党; 中至中右翼)	重新实施债务刹车; 债务 GDP 比恢复至 60%	减轻低收入 / 中等收入者税负, 提高高收入人群税负	快速恢复执行规则	否。复苏资金必须是一次性的; 欧盟不应该有工具
绿党 (中左翼)	允许实施扩张性财政政策, 支持绿色经济	通过征税惩罚污染源; 减轻低收入者税负, 提高其他人税负; 财产税	赞成改革	是。可能的永久财政能力; 欧盟应有工具 (数字和碳边境税)

注: 除了四个主要政党之外, 左翼政党左翼党 (Linke) 获得约 6% 的支持率; 该党支持增加支出并亲欧。右翼民粹主义政党另类选择党 (Alternative für Deutschland, 简称 AfD) 的民调支持率在 12% 到 13% 之间, 但其他所有政党都排除了它作为联合政府伙伴的可能性。

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理

争论的焦点在于是否应该继续增加支出。修改债务刹车规则必须获得议会两院三分之二多数通过, 这根本不可能。除非出现特殊紧急情况允许政府规避 0.35% 的限制, 否则短期内很可能仍将实施支持性的财政政策, 但不太可能更改债务刹车规则。

欧洲财政一体化: 德国政界人士普遍亲欧, 但对进一步的一体化并无多大兴趣。不过成立 7500 亿欧元的欧盟复苏基金和债务分担使得 2020 年成为一个转折点。能否进一步一体化? 社民党和绿党对此持开放态度, 而基民盟 / 基社盟和自民党则表示反对。

欧盟《稳定与增长公约》(SGP): 该公约旨在确保欧盟成员国奉行健全的公共财政政策, 将政府公共债务限制在各国 GDP 的 60% 以内, 预算赤字则限制在 GDP 的 3% 以内。正如德国的“债务刹车”一样, 由于新冠疫情危机, 2023 年之前暂停执行这些规则。欧洲债务已经超出 SGP 的限制, 超过 GDP 的 100%。鉴于 SGP 的目标与实际债务之间存在巨大鸿沟, 辩论的焦点在于是否应该更改这些规则。社民党和绿党认为值得这样做, 但中右翼政党、尤其是节俭的自民党更倾向于执行现有规则。

共同协议的其中一个领域是**气候变化**, 各方都呼吁最迟在 2050 年实现气候中和, 尽管在如何实现以及选择支持性政策方面存在分歧。

最可能出现的情况和尾部风险

距离大选还有不到两周时间, 投票意向分散和民意调查结果反

复使得预测大选结果变得困难。我们认为投资者应该评估现任基民盟 / 基社盟政府下台后德国组建新政府的可能性。

如果社民党真的带头组建新联盟, 它对联盟伙伴的选择将成为关键。社民党 + 自民党 + 绿党联合政府可能会约束社民党的支出计划, 并倾向于欧洲进一步一体化, 尤其是如果自民党领导人 Christian Lindner 以担任财政部长换取与社民党结盟的话。

由社民党、绿党和较小的左翼 (Linke) 党组成的左翼联盟则将更加倾向于增加支出, 只是会受到在议会两院缺乏绝对多数的限制。它的影响更有可能体现在取消近期市场改革方面, 而这也可能会抑制德国的经济增长。

基民盟 / 基社盟领导的联盟也并非完全没有可能, 只是目前看来可能性不大。这样的政府可能会在一定程度上减少支出, 并更加谨慎对待欧洲进一步一体化。

对投资的影响

由于金融市场似乎尚未重点关注社民党领导政府的可能性, 我们认为这种结果可能会导致德国国债收益率上升, 如果未来增加支出的话。与此同时, 这样的政府采取有利于欧盟进一步一体化的立场, 可能会缩小外围国家债券 (包括西班牙和意大利发行的债券) 与德国同类债券之间的息差。但无论结果如何, 我们认为组建联盟的长时间谈判可能导致欧洲金融市场动荡, 并给欧元带来压力。

美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

■ 尽管本周迄今小幅上涨, 9 月美国股市仍延续季节性下跌。

本周纳斯达克和道琼斯指数上涨 0.4%，标普 500 指数上涨 0.3%，小盘股罗素 2000 指数则仅上涨了 0.2%。能源板块明显领先，涨幅超过 4%。不过紧随其后表现良好的板块却远远落后，涨幅不到 1%；这些板块包括非必需消费品、金融和房地产投资信托基金。公用事业和原材料是本周迄今表现最差的板块，各自跌幅均超过 0.7%。

■ 本月迄今标普 500 指数已下跌 1.6%。我们认为投资者不应对此感到意外，因为**平均来看，自 2010 年以来 9 月都是标普 500 指数唯一下跌的月份**。具体来说，自 2010 年以来每年 9 月该指数的平均跌幅为 0.6%。同期其它月份的平均涨幅均超过 0.1%。但仍存在一线希望：在 9 月走势疲弱之后通常会会出现最为诱人的回报窗口：当年 10 月至次年 2 月。在这五个月的窗口期中，有四个月的平均回报率达到 1% 或更高，11 月的平均回报率更是达到 2.7%。从根本上说，我们认为这是由于从返校趋势开始，人们开始将注意力转向对来年的预期，反映出随着夏去秋来，最初的不确定性已被更加强烈的信念所取代。

■ 从经济的角度来看，通胀数据是本周的亮点。**8 月核心 CPI 攀升 0.1%，比 2020 年的水平高出 4.0%。这两项数据都比普遍预期低 0.2%**，引发了对数据不及预期是否足以推迟美联储缩减计划的疑问。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 表示，就通胀与美联储缩减计划的相关性而言，美联储对通胀数据的敏感程度可能远不及许多外部人士。他认为可能会于 11 月开始的缩减计划仍将如期进行。

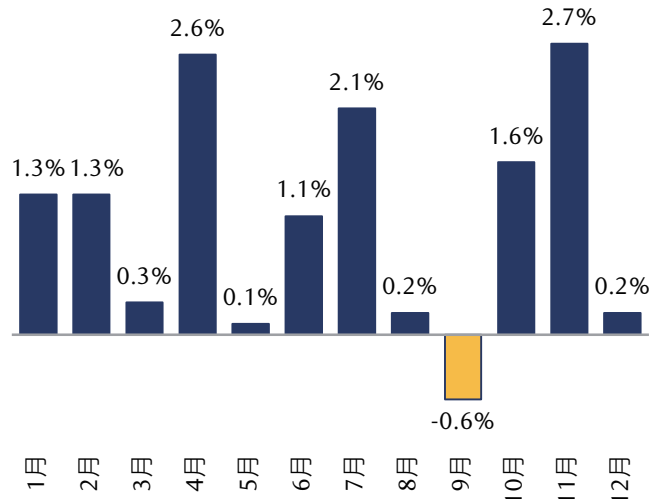
加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Sean Killin – 多伦多

■ **8 月加拿大劳动力市场继续复苏**。就业人数增加 9 万，这使得劳动力市场仅比 2020 年 2 月疫情爆发前减少了 15.6 万个工作岗位。**随着各省解除疫情限制，允许企业复工并增加产**

9 月出现季节性疲软不足为奇

2010 年以来标普 500 指数月均回报率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2021 年 9 月 15 日

能，**大部分就业增长均来自服务业**。住宿和食品服务行业以新增 7.5 万个就业岗位领先，其中大部分来自直到 7 月底才放宽室内用餐限制的安大略省。另一方面，由于供应链瓶颈继续对制造业就业造成压力，8 月商品生产部门的就业岗位有所减少。**失业率小幅降至 7.1%**，较 2020 年 5 月疫情期间的峰值 13.7% 显著下降，但仍比 2019 年底和 2020 年初的水平高出 1.0% 以上。这与劳动力参与率下降相一致。劳动力参与率是劳动年龄人口中就业或正在寻找工作的比例。

■ **8 月加拿大消费物价指数较上年同期上升 4.1%**。这已是通胀率连续第五个月高于加拿大央行 1%-3% 的目标区间，也是自 2003 年以来的最高水平。通胀和负担能力一直处于加拿大政治话题的风口浪尖，这项最新数据的公布时间正值 9 月 20 日联邦大选前夕。考虑到通胀预期稳定且经济相当疲软，**加拿大央行行长麦克莱姆 (Tiff Macklem) 仍认为近期高于目标的通胀趋势很可能是暂时性的**。该指数中涨幅最大的是机票价格、住房成本和汽油价格。去年天然气价格上涨了 32.5%，随着该行业从墨西哥湾飓风艾达 (Ida) 的影响中恢复过来，投资者预计上涨压力将会得到缓解。新冠肺炎新增病例数量上升和消费需求激增导致的全球供应链中断也抬高了价格，许多公司都将成本转嫁给消费者。

欧洲

Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

■ **英国劳动力市场数据继续复苏。**8 月英国税务海关总署的工资数据显示, 在截至 7 月的三个月里失业率由 4.7% 降至 4.6%, 在岗雇员人数则回升至大流行前的水平, 不过 GDP 仍远低于新冠疫情爆发前水平。职位空缺数量历史性地首次突破 100 万。不过**其它指标显示劳动力市场依然迟滞**, 包括工作时间和自营职业者的数量分别比疫情爆发前水平低 4% 和 14%。

■ **8 月英国消费物价指数 (CPI) 同比上升 3.2%**, 超出普遍预期的 2.9%, 同时也高于 7 月的 2.0%。**基数效应成为通胀率上升的关键驱动因素**, 1.2% 的升幅当中一半来自政府“**半价吃饭 (Eat Out to Help Out)**”**补贴方案行将结束**的餐馆和酒店, 以及降低增值税使得 2020 年 8 月酒店行业临时降价。7-8 月期间通胀上升以及升幅超出预期的其它驱动因素来自食品、核心商品 (如家庭用品、汽车) 和娱乐服务。

■ **英国央行货币政策委员会已将通胀上升纳入考虑因素**, 他们认为当前的通胀上升在很大程度上是暂时性的。货币政策委员会预计 2021 年余下时间和明年初将维持较高通胀水平, 在回落之前将达到 4% 的峰值。

■ 由于通胀高于预期, 劳动力市场数据也比预期更为强劲, **当前市场对英国 2022 年一季度上调基本利率的预期较高**。经济前景的关键仍是劳动力市场, 尤其是当前用工紧张是否会转化为工资加速上涨, 以及英国将于本月底结束的强制休假计划对前景的影响。由于数据滞后, 对英国货币政策委员会来说, 在 2022 年一季度休假结束后评估的英国劳动力市场健康状况将更加清晰。因此, 我们的基本预测是货币政策委员会将在明年二季度上调英国的基本利率。加拿大皇家银行资本市场当前预计货币政策委员将在明年加息两次, 其中 5 月加息 15 个基点, 11 月加息 25 个基点。

亚太

Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

■ 由于受到香港和中国内地股市的拖累, 本周期间亚太股市出现下挫。**本周中国赌场运营商和互联网公司的股价大幅下跌。**

澳门赌场运营商股价大跌

彭博智库澳门博彩市场指数



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 逐日数据截至 2021 年 9 月 16 日

■ **北京正准备采取措施加强对全球最大博彩中心澳门的掌控。**根据一份公开征求意见的文件, 政府正在考虑**任命代表“监督”赌场运营商**, 同时增加本地居民的持股比例, 并收紧对派息的控制。尽管周二的声明没有提供多少细节, **总体方向表明澳门受到了前所未有的严格审查**。周三彭博智库澳门六大赌场运营商指数下跌 23%, 创下 2005 年推出该指数以来的最大跌幅。继近期对科技和教育行业实施严惩措施之后, 我们认为对投资者来说, 博彩行业成为最新焦点是另一个不确定性来源。

■ 据彭博社报道, **中国国家新闻出版署正在重新评估开发商提交审批的游戏**, 以确保这些游戏符合 8 月最新出台的游戏时间限制和其它防沉迷措施。监管机构在 8 月底左右退回了申请, 并要求游戏开发商重新提交内建最新强制措施的游戏。此轮调整让投资者想起了 2018 年游戏货币化许可冻结 10 个月的惨痛经历。据《南华早报》报道, 自 9 月初实施游戏行业严惩措施以来, **网易 (9999 HK) 已开始缩减部分工作室和项目的规模**。我们认为延后审批游戏可能会给游戏行业带来压力, 因为游戏行业依赖于发布新游戏来维持增长和吸引新用户。

市场 行情

数据截至 2021 年 9 月 16 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	4,473.75	-1.1%	19.1%	32.1%	49.2%
道琼斯工业平均指数	34,751.32	-1.7%	13.5%	24.0%	28.3%
纳斯达克指数	15,181.92	-0.5%	17.8%	37.4%	86.2%
罗素2000指数	2,232.91	-1.8%	13.1%	43.8%	40.9%
标普/多伦多综合指数	20,602.10	0.1%	18.2%	26.4%	23.0%
富时全股指数	4,051.44	-1.4%	10.3%	19.3%	0.6%
欧洲斯托克600指数	465.95	-1.0%	16.8%	24.9%	19.6%
欧洲斯托克50指数	4,169.87	-0.6%	17.4%	24.9%	18.5%
恒生指数	24,667.85	-4.7%	-9.4%	-0.2%	-9.1%
上证综指	3,607.09	1.8%	3.9%	9.8%	19.0%
日经225指数	30,323.34	8.0%	10.5%	29.2%	37.9%
印度Sensex指数	59,141.16	2.8%	23.9%	50.5%	59.3%
新加坡海峡时报指数	3,064.54	0.3%	7.8%	22.3%	-4.4%
巴西Ibovespa指数	113,794.30	-4.2%	-4.4%	14.2%	9.8%
墨西哥Bolsa IPC指数	52,192.33	-2.1%	18.4%	42.1%	21.8%
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	1.334%	2.6	42.1	63.8	-51.2
加拿大10年期债券	1.235%	1.9	55.8	66.1	-24.7
英国10年期债券	0.817%	10.3	62.0	60.6	12.3
德国10年期债券	-0.302%	8.1	26.7	18.2	17.8
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	1.42%	0.3%	-0.4%	0.1%	19.4%
美国投资级企业债券	1.97%	0.5%	0.3%	2.6%	27.3%
美国高收益企业债券	3.75%	0.5%	5.0%	10.8%	23.3%
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)	1,752.04	-3.4%	-7.7%	-10.6%	16.9%
白银(现货美元/盎司)	22.89	-4.2%	-13.3%	-15.7%	28.2%
铜(美元/吨)	9,608.00	0.8%	24.0%	41.4%	64.4%
原油(WTI现货/桶)	72.61	6.0%	49.6%	80.8%	15.4%
原油(布伦特现货/桶)	75.66	3.7%	46.1%	79.2%	9.6%
天然气(美元/百万英热单位)	5.29	20.9%	108.5%	133.5%	97.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	92.8500	0.2%	3.2%	-0.4%	-5.8%
加元/美元	0.7884	-0.5%	0.4%	3.9%	4.4%
美元/加元	1.2684	0.5%	-0.3%	-3.7%	-4.2%
欧元/美元	1.1769	-0.3%	-3.7%	-0.4%	7.0%
英镑/美元	1.3795	0.3%	0.9%	6.4%	11.0%
澳元/美元	0.7294	-0.3%	-5.2%	-0.2%	6.2%
美元/日元	109.7400	-0.3%	6.3%	4.6%	1.5%
欧元/日元	129.1600	-0.6%	2.4%	4.2%	8.6%
欧元/英镑	0.8532	-0.6%	-4.5%	-6.4%	-3.6%
欧元/瑞郎	1.0915	1.0%	1.0%	1.6%	-0.1%
美元/新加坡元	1.3454	0.0%	1.8%	-1.0%	-2.2%
美元/人民币	6.4576	0.0%	-1.1%	-7.0%	-8.6%
美元/墨西哥比索	19.9438	-0.6%	0.1%	-4.8%	2.6%
美元/巴西雷亚尔	5.2669	2.2%	1.3%	39.4%	29.1%

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 0.78, 表示 1 加元相当于 0.78 美元。加元兑美元回报为 0.4%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.4%。美元/日元为 109.74, 表示 1 美元可兑换 109.74 日元。美元兑日元回报为 6.3%, 表示年初至今美元兑日元上涨 6.3%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 9 月 16 日美国东部时间下午 4:35。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

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

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(CFA) – 加拿大多伦多

arete.zafiriou@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

Sean Killin – 加拿大多伦多

sean.killin@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

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 2021 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]	787	55.70	318	40.41
持有 [与板块持平]	575	40.69	173	30.09
卖出 [跑输板块]	51	3.61	4	7.84

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目标的; 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