

## 恒大债务到期在即

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

尽管本周中国最大的房地产公司潜在违约撼动市场，我们认为并不会触发系统性事件。通过区分真正风险与干扰信息，本期我们探讨其对全球经济增长和金融市场可能产生的影响。

专注于房地产开发的中国企业集团恒大违约风险日益上升，本周似乎已到紧要关头，周一该公司未能按期偿还贷款。对 3050 亿美元潜在违约后果的担忧导致周一恒生指数下跌 3%，标普 500 指数则下跌了 1.7%。由于有消息传出称恒大与债券持有人达成偿付本周到期利息的协议，周中市场有所回升，不过债券市场定价和信用评级机构显示恒大最终违约的风险依然很高。

由于恒大潜在违约的规模及其对中国庞大的房地产开发行业的影响，也许会进而对全球增长造成长期不利影响。不过在我们看来，考虑到总体宏观经济状况和中国政策的灵活性，对重演 2008 年全球金融危机（甚至是上世纪 90 年代末亚洲金融危机）的担忧似乎被严重夸大了。

相反，我们认为对政策应对和相关风险的担忧将引发一些短期获利回吐，从而可能导致股市和企业债券市场小幅回调。不过需要强调的是，对于当前复苏阶段来说这并非意外或不良后果，尤其是在年初迄今股市表现依然强劲的情况下。

### 低杠杆减轻金融危机传染风险

恒大潜在违约似乎不太可能直接蔓延至多数发达市场的证券。

恒大遇到的麻烦一直广为人知，因此似乎很少投资者为持有这家陷入困境的房地产开发商的股份借入大量资金。随着恒大债券和股票下跌，我们预计这种杠杆不足意味着保证金要求减少，投资者不必通过出售持有的其它资产来筹集资金。

我们认为恒大下跌也不会成为广泛抛售的第一张多米诺骨牌，就像泰铢在亚洲金融危机开始时的情况一样。那次危机发生时宏观经济严重失衡，采用固定汇率、债台高筑国家的情况尤为严重。如今的中国根本就不是债务国，而是世界上最大的净债权国之一，国际货币基金组织估计中国的净债权超过 2 万亿美元；相比之下，美国已经欠下全世界总计超过 14 万亿美元的债务。中国确实由于疫情而预算吃紧，但我们认为在管理恒大及其后果方面并不存在任何能力不足问题。

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。

## 包含尾部风险

由于没有债务和杠杆带来额外的复杂性，恒大违约对国际金融市场的直接影响也许有限。但我们认为中国国内经济面临的风险更高。

房地产开发是一个关键领域，占中国经济活动的近四分之一。该行业与世界各地的房地产行业一样高度杠杆化，开发商利用从银行、债券市场和个人借来的资金完成项目。

我们认为杠杆和规模的结合放大了中国政策应对的风险。如果放任不管，人们担心恒大的问题将会引发恶性循环：公司被迫降价出售房产，导致其它公司的项目价值下降，银行和其它贷款人则将削减贷款。流动性缺乏可能会迫使更多房产廉价出售，放贷规模则进一步缩小，并可能导致该行业出现破坏性的萎缩。如果土地价值下跌的速度足够高，幅度足够大，这一系列的事件就可能危及银行自身。

幸运的是，中国有关部门很清楚这个问题并已介入，向市场提供额外的流动性，在周五（9 月 17 日）向金融系统注入了多达 140 亿美元的短期资金。

## 未来任务艰巨

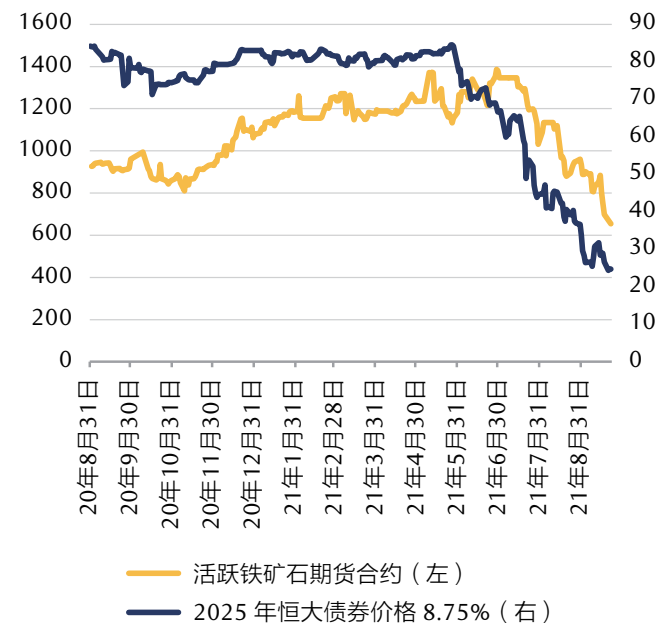
与此同时，中国政策制定者明确表示希望看到房地产行业逐步去杠杆化，并收紧了对房地产开发商贷款的要求。这凸显出有效政策相互矛盾的要求：一方面需要提供足够的激励和保障，以保证银行继续向该行业提供信贷；另一方面也需要作出足够的限制，以防止信贷增速赶上或超过整体经济的增速。

我们认为其结果是政策行动成功的窗口很小：过快踩下刹车可能导致恶性循环失控；实施得太慢又会导致杠杆率上升，很可能会提高未来行动的成本。

有诸多理由相信中国将能够应对艰难的放缓过程。首先，它拥有大量资源。除了巨额储蓄之外，中国还拥有完善的资本市场来配置这些储蓄。中国同时还有着经验丰富的政策制定者以及国际经验带来的优势。最后，即使中国当前的意图是迫使房地产行业去杠杆化，最近的全球金融历史一再表明政策制定者在面对大规模市场抛售时，往往会优先考虑市场稳定，而不是长期政策目标。如果中国做出同样的选择，短期内投资者可能会受益。

## 恒大危机压低铁矿石价格

钢铁密集型建筑活动或将减少



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2021 年 9 月 22 日

即使中国避免大市下跌，去杠杆化也并非没有代价。对于在中国经济中占比 25% 的行业来说，增长放缓对国内经济增长将构成严重阻力；中国对世界经济的重要性意味着中国经济放缓将会产生全球性影响。我们认为全球经济增长面临的潜在阻力可控，不过却是比此轮市场波动更为实质性的长期担忧。

## 政策影响将波及全球

尽管我们认为恒大最终违约引发信贷市场危机的可能性很低，中国政策制定者面临的任务复杂而艰巨。我们相信他们在制度和财政上有能力解决这些问题，并将避免引发一场可能演变成国际金融事件的国内危机。

至于股市，在当前牛市中中期阶段或盈利增长见顶后出现盘整或下挫属于正常现象。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股市主管 Lori Calvasina 指出，在 1993 年以来的三轮牛市周期中，标普 500 指数在盈利增速见顶后的六个月内下跌了 1.0%-7.6%。不过这种影响是暂时的，标普 500 指数最终恢复了上行轨道。随着中国形势的演变，股市可能会出现深幅调整和盘整，不过我们预计最终会出现类似的看好模式。

## 美国

Alan Robinson – 西雅图

■ **本周美国股市开局动荡**, 周一 (9 月 20 日) 道琼斯工业股票平均价格指数创下四个月来的最大单日跌幅, 一度下跌近 1000 点, 临近收盘时跌幅有所缩小。股市最初走软是由于对中国公司债务违约的担忧所致 (请参阅[主题文章](#)), 不过随着危机蔓延担忧得到缓解, 本周晚些时候股票投资者重新进场。

■ **但股市反弹与 9 月初的高点仍相距甚远**。看跌的分析师指出本周已跌破备受关注的 50 日移动均线 (参见图表), 而反向看多的分析师则表示当前看跌气氛足以预示年底前将会走强。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 指出, 美国个人投资者协会的近期调查显示看涨投资者的比例由前一周的 39% 降至 22%, 看跌投资者的比例则由前一周的 27% 升至 39%。Calvasina 预计最终股市将温和回调, 应该买入, 但如果企业盈利转为负增长, 她认为可能会导致更大规模的抛售。

■ **物流行业领头羊联邦快递 (FDX) 出现业绩疲软的迹象**, 难以吸引员工导致该公司本周三公布的利润下滑 11%, 周中股价也随之下跌 9%。这重新引发了对薪资相关通胀的担忧, 本周结束的美国联邦公开市场委员会会议的言论中也体现了这一点。

■ **美联储会议在平静中结束**。政策仍保持不变, 只是出现了鹰派倾向。美联储暗示将从 11 月开始缩减购债规模, 并在 2022 年 6 月左右完全停止。此外, 当前有 9 名官员预计将于 2022 年加息, 6 月的会议上则为 7 名官员, 同时 17 名官员预计将于 2023 年加息, 此前则为 13 名官员。

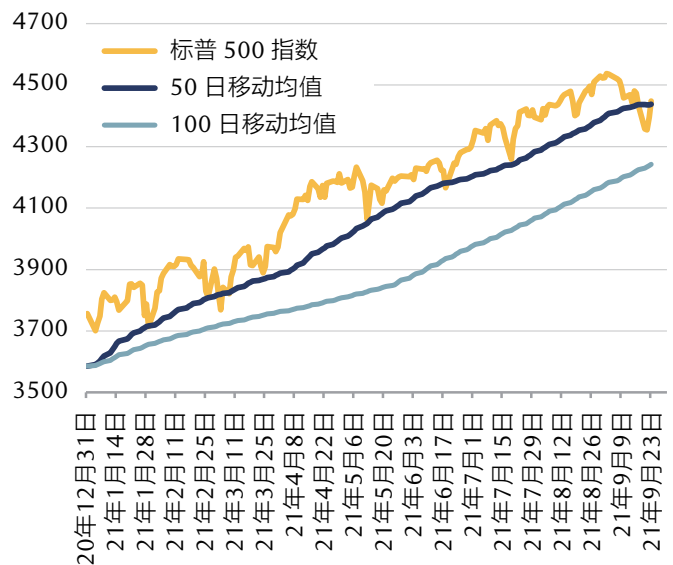
## 加拿大

Ryan Harder 和 Luis Castillo – 多伦多

■ 本周加拿大人参加了不到两年内的第二次联邦大选投票。由于**自由党再度当选为少数党政府**, 本次投票基本上维持了议会的政治现状, 总理特鲁多将不得不继续与新民主党或其它政党合作以通过立法。**对加拿大固定收益市场而言, 最直接的暗示就是大规模财政刺激的路径仍未改变**, 因为自由党的竞选纲领包含约 100 项计划、总计近 800 亿加元的五年期新增支出。该数字并不比保守党承诺的同期超过 500 亿加元的支出高

## 美国股市稳步上涨遭遇减速障碍

标普 500 指数每日收盘价以及 50 日和 100 日移动均值



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、FactSet; 数据截至 2021 年 9 月 23 日

出多少, 但保守党领袖 Erin O' Toole 承诺未来将实现预算平衡, 而特鲁多并未作出此类承诺。因此相对于保守党胜选, 大选结果确实提高了部分财政支出的增量预期, 一旦新增支出得到落实, 可能会进而为未来的通胀预期提供支撑。

■ 在 8 月初触底之后, **加拿大收益率小幅走高, 通胀预期上升推高了总体收益率**。美国和加拿大 10 年期通胀盈亏平衡点 (衡量市场隐含通胀预期的关键指标) 之间的巨大鸿沟略有缩小, 较 8 月中旬约 70 个基点的差距缩小逾 15 个基点。最近几周美国和加拿大之间的通胀预期持续背离, 在某种程度上受到两国发布 8 月消费物价指数 (CPI) 的影响, 加拿大 CPI 以 2003 年以来的最高速度上升, 也高于经济学家的预期, 而美国 CPI 则低于预期。**尽管近期出现攀升, 市场对加拿大的通胀预期仍明显低于美国。**

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ 在全球市场普遍出现的避险势头当中, 周一 (9 月 20 日) **欧洲斯托克 600 指数止跌回升**, 本周 (截至 9 月 23 日收盘) 涨幅超过 1%。

■ 美国政府宣布计划在 11 月对完成疫苗全程接种的欧盟和英国乘客放宽旅行限制, 航空公司因而受到提振, **旅游与休闲成为表现最佳的板块**, 涨幅超过 4%, 而美国上市的 DraftKings 接洽收购英国上市的体育博彩公司 Entain 也使得后者股票上涨超过 15%。

■ 在上周末举行的欧洲肿瘤内科学会大会上公布积极试验数据之后, **英国蓝筹股富时 100 指数中权重最大的公司、占比接近 7% 的全球制药集团阿斯利康 (AstraZeneca) 股价上涨超过 7%**。该公司的 DESTINY-Breast03 试验结果表明, 其药物 Enhertu 有望成为既往接受过治疗的 HER2 阳性转移性乳腺癌患者治疗的新标准, 而疗效和安全性数据增加了对 Enhertu 在早期和其它类型癌症中潜在应用的信心。

■ 在欧元区, 9 月 IHS Markit 服务业和制造业采购经理人指数 (PMI) 双双下滑, 反映出随着该经济体初期追赶阶段行将结束和经济活动恢复正常, 经济活力有所下降。服务业 PMI 由 59.0 降至 56.3, 制造业 PMI 则由 61.4 降至 58.7, 两项数据均不及普遍预期。**供应中断不仅影响制造业, 同时也影响到服务业活动**。不过尽管经济活动自峰值降速, IHS Markit 综合 PMI 仍稳处扩张区间, 为 56.1。

### 天然气价格飙升或抑制英国经济活动

英国天然气现货价格 (便士 / 撒姆)



注: 撒姆是计量供气的热量单位; 月度中等价位。

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 数据截至 2021 年 9 月 23 日

■ **英国也出现了类似但更明显的趋势, IHS Markit 综合 PMI 降至 54.1**。令人担忧的是, 新订单增长速度放缓至 7 个月以来的最低水平。展望未来, 即将取消财政支持、增税以及天然气价格大幅上涨 (该国电力系统严重依赖天然气) 很可能会进一步抑制经济活动。由于英国退出欧盟内部能源市场等诸多因素, 今年年初以来天然气价格涨幅接近 200%。

■ **英国央行表示预计 2021 年四季度英国 CPI 将升至略高于 4%, 并将维持至 2022 年二季度**。因此市场预期将会提前加息, 英国央行将于 2022 年 2 月加息 15 个基点的市场隐含概率由低于 50% 升至逾 70%。英国央行将于明年 2 月举行的会议将预示经济前景, 因为届时将公布英国结束强制带薪休假计划影响的数据, 这是英国央行在开始加息之前希望看到的。

## 亚太

Jasmine Duan – 香港

■ 由于有消息称中国恒大集团 (3333 HK) 商定了一项偿还周四到期在岸债券利息的计划, **9 月 23 日中国股市出现上涨**。恒大股价一度飙升 32%, 收盘价较前一交易日上涨 18%, 不过 9 月仍跌去近 40%。中国地产股、银行股和科技股也出现强劲反弹, 澳门博彩公司股票同样顺势上涨。此外, 中国有关部门已开始为债务重组奠定基础, 从而可能降低危机蔓延至其它房地产开发商和银行业的风险。

■ **本周早些时候香港地产股暴跌**, 此前路透社的一篇报道称中央要求香港开发商重新配置资源, 帮助解决住房短缺问题。不过, 香港房地产开发商协会后来表示不知道开发商与北京官员会面一事。市场预期开发商可能需要将部分农田捐赠给政府, 用于开发公共住房。投资者也在等待香港特首林郑月娥将于 10 月 6 日发表的 2021 年施政报告, 届时将公布更多有关住房政策的细节。

■ **中国计划停止新建境外燃煤电厂**, 这可能会使得全球煤炭使用扩张大幅受限。根据绿色金融国际研究所的数据, 目前超过 70% 的燃煤电厂依赖于中国的资金。习近平主席表示中国将加大对其它发展中国家发展绿色低碳能源的支持力度, 不会在国内外新建燃煤发电项目。**此举显示了中国雄心勃勃的零碳路线图**: 将在 2030 年前达到碳排放峰值, 到 2060 年实现碳中和。

## 市场 行情

数据截至 2021 年 9 月 23 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	4,448.98	-1.6%	18.4%	37.4%	48.7%
道琼斯工业平均指数	34,764.82	-1.7%	13.6%	29.9%	29.0%
纳斯达克指数	15,052.24	-1.4%	16.8%	41.6%	85.5%
罗素2000指数	2,259.04	-0.6%	14.4%	55.6%	45.0%
标普/多伦多综合指数	20,461.93	-0.6%	17.4%	29.4%	21.3%
富时全股指数	4,081.25	-0.7%	11.1%	24.2%	1.3%
欧洲斯托克600指数	467.50	-0.7%	17.2%	30.0%	19.9%
欧洲斯托克50指数	4,194.92	0.0%	18.1%	31.9%	18.6%
恒生指数	24,510.98	-5.3%	-10.0%	3.2%	-6.5%
上证综指	3,642.22	2.8%	4.9%	11.1%	22.3%
日经225指数	29,639.40	5.5%	8.0%	27.0%	34.2%
印度Sensex指数	59,885.36	4.1%	25.4%	59.0%	53.2%
新加坡海峡时报指数	3,076.44	0.7%	8.2%	24.0%	-2.1%
巴西Ibovespa指数	114,064.40	-4.0%	-4.2%	19.1%	9.0%
墨西哥Bolsa IPC指数	51,464.27	-3.5%	16.8%	43.6%	18.3%
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	1.432%	12.3	51.9	75.9	-29.5
加拿大10年期债券	1.343%	12.7	66.6	78.6	-3.4
英国10年期债券	0.907%	19.3	71.0	68.9	35.5
德国10年期债券	-0.258%	12.5	31.1	24.7	32.3
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	1.44%	0.3%	-0.4%	0.1%	19.4%
美国投资级企业债券	1.98%	0.6%	0.4%	3.0%	27.5%
美国高收益企业债券	3.83%	0.4%	4.9%	11.9%	23.2%
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)	1,740.56	-4.0%	-8.3%	-6.6%	14.3%
白银(现货美元/盎司)	22.52	-5.8%	-14.7%	-1.1%	20.8%
铜(美元/吨)	9,301.75	-2.4%	20.0%	40.6%	61.8%
原油(WTI现货/桶)	73.45	7.2%	51.4%	84.9%	25.6%
原油(布伦特现货/桶)	77.23	5.8%	49.1%	84.9%	19.2%
天然气(美元/百万英热单位)	5.01	14.6%	97.5%	136.0%	98.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	93.1060	0.5%	3.5%	-1.4%	-5.6%
加元/美元	0.7898	-0.4%	0.6%	5.7%	4.7%
美元/加元	1.2661	0.4%	-0.5%	-5.4%	-4.5%
欧元/美元	1.1737	-0.6%	-3.9%	0.7%	6.8%
英镑/美元	1.3719	-0.3%	0.4%	7.8%	10.4%
澳元/美元	0.7295	-0.3%	-5.2%	3.2%	7.7%
美元/日元	110.3400	0.3%	6.9%	4.7%	2.6%
欧元/日元	129.5100	-0.3%	2.6%	5.4%	9.5%
欧元/英镑	0.8555	-0.3%	-4.3%	-6.6%	-3.3%
欧元/瑞郎	1.0859	0.5%	0.4%	0.8%	-0.2%
美元/新加坡元	1.3491	0.3%	2.0%	-1.7%	-2.1%
美元/人民币	6.4589	0.0%	-1.0%	-7.0%	-9.3%
美元/墨西哥比索	20.0436	-0.1%	0.6%	-10.5%	2.9%
美元/巴西雷亚尔	5.3042	2.9%	2.0%	40.4%	27.4%

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 0.6%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.6%。美元/日元为 110.34, 表示 1 美元可兑换 110.34 日元。美元兑日元回报为 6.9%, 表示年初至今美元兑日元上涨 6.9%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 9 月 23 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

### 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

### Ryan Harder – 加拿大多伦多

ryan.harder@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.mcgarritty@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

## 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内招揽业务的行为。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