

## 一慢二看

Kelly Bogdanova – 旧金山

鉴于股市自疫情低点以来持续处于高位，必要的休整也就不足为奇，尤其是在正值应对某些挑战之时。尽管未来可能会出现更多波动，我们认为牛市能够克服阻力并最终走高。

最近美国股市气氛已经由“牛气冲冲”变成“偃旗息鼓”。

截至2021年9月初，标普500指数已自新冠疫情爆发后的低点上涨了103%。这是自上世纪60年代以来所有类似复苏期间最为强劲的触底反弹。紧随其后的是2009年、1982年和1974年，涨幅在61-62%之间。

最近该指数有所降温，自9月2日以来回落了5.1%，并打破了连续七个月的上涨势头，同时还面临诸多不利因素，其中有些是疫情相关的独特因素：

- 供应链、能源价格、通货膨胀、劳动力市场和整体经济势头持续受到新冠疫情导致的扭曲；
- 由于上述问题，三季度许多经济敏感型（周期性）板块中公司的业绩出现了不及预期的情况并发出预警；
- 对华盛顿债务上限立法、两项庞大支出法案以及可能对企业和高收入个人增税的担忧；
- 煤炭价格高企和其它因素导致的限电（包括至关重要工业部门），以及恒大地产和房地产市场风险挥之不去，引发对中国GDP增长的担忧；

### 短期内股市大涨

2020年1月以来的标普500指数水平



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30日

- 美联储的政策可能在今年晚些时候开始转向缩减资产购买规模，加息预期也进一步提高。

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9月30日美国东部标准时间收盘价 (美元) 为准 (除非另有说明)。制作：美国东部标准时间2021年9月30日下午4:01；分发：美国东部标准时间2021年9月30日下午4:50  
请参阅第6页，了解重要和必须的非美分析师披露。

我们认为市场最终将克服这些挑战 ( 主要经济指标仍发出有利信号 ), 但未来几周和几个月可能会出现更多波动。

## 华盛顿纷争

我们不想对债务上限表现出不屑一顾的样子, 由于诸多原因, 这确实是个令人头疼的问题, 而与日俱增的联邦债务继续令人心生踌躇。不过, 加拿大皇家银行资本市场有限公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 预计将会发生和过去一样的情况。他认为短期内这种戏剧性的局面仍将持续, 然后国会将及时同意提高债务上限, 从而避免一场自作自受的危机。

尽管万亿美元规模的庞大基建法案和 3.5 万亿美元预算法案的政治操弄依然占据头条, Porcelli 认为这些法案获得通过不会实质性地推动经济增长。总支出可能会低于拟议规模并跨越多个年份, 而且企业潜在增税可能会至少部分抵消刺激计划的影响。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 表示, 机构投资者 ( 共同基金、养老基金和对冲基金的投资组合经理 ) 认为这些法案的效果需要 “求证 ( show me ) ”。部分企业将受益于基础设施和 / 或绿色能源支出条款, 但这些法案并未被视为对整体盈利增长或市场的重要催化剂。

Calvasina 认为小幅提高企业税率的影响, 如将法定税率从 21% 提高到 25% ( 普遍观点 ), 在很大程度上已被市场消化。虽然这种幅度的上调尚未正式反映在分析师对 2022 年和 2023 年自下而上的普遍预测当中, 她认为机构投资者已经普遍将其纳入盈利预测。

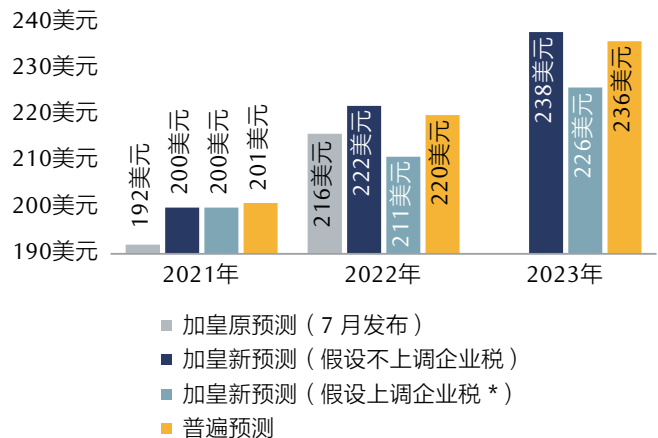
## 连锁反应

供应链问题正在造成损害, 或许已经制约了第三季度的经济和盈利增长。对市场而言, Calvasina 表示关键问题是在行业和公司层面与此相关的所有不确定性。三季度盈利预警日益增多表明某些管理团队正在艰难应对供应链制约, 机构投资者则愈加怀疑管理团队对这些挑战的实际说法。机构投资者也不清楚什么将会改善这种情况, 以及什么时候改善。Calvasina 预计供应链压力将随着逐步摆脱新冠疫情的桎梏而消退, 但她指出这并非灵丹妙药, 其它因素也在发挥作用。

由于供应链、能源投入成本高企、通胀和劳动力市场制约等不利因素, 我们预计至少在三季度财报季之前或在此期间, 市场

## 加皇资本市场上调预测并纳入增税因素

加皇对标普 500 指数年度每股收益的预测与普遍预测之比较



\* 假设企业税上调四个百分点, 即 2022 年开始法定税率由 21% 提高至 25%。

资料来源: 加拿大皇家银行资本市场美国股票策略、Refinitiv I/B/E/S 自下而上的普遍预测数据截至 2021 年 9 月 24 日

将会出现更多波动。如果盈利超预期比例低于前五个季度的较高水平, 并不时爆出盈利明显不及超预期的例子, 我们不会感到惊讶。好消息是, 即使是在供应链挑战中苦苦挣扎的管理团队, 也仍对客户需求持乐观态度。

比三季度盈利趋势更重要的是长期盈利增长路径。Calvasina 最近上调了标普 500 指数成分股公司的年度盈利预测, 并纳入了企业税上调因素, 如图表所示。假如能够实现她预测的 2022 年盈利水平, 在不上调企业税的情况下同比增速将达到 11%, 而在上调企业税的情况下则为 5.5%。考虑到这是在今年预计 43% 的盈利激增之后实现的增速, 我们认为已经很不错了。总之, Calvasina 认为她的最新预测较为 “保守”, 并指出如果企业股票回购超出其当前预期, 则仍有上行空间。

## 结构性支撑

市场在强劲上涨之后出现必要休整的情况并不罕见, 尤其是在盈利同比增速达到峰值之后——我们认为今年二季度就出现了这种情况。

尽管存在新冠疫情相关的独特不利因素, 主要经济指标仍显示几乎不存在衰退风险, 居民基本面依然强劲, 盈利有望至少小幅增长。因此我们预计未来 12 个月市场仍将出现相当程度的上涨, 尽管回报率不如过去 12 个月强劲。

## 美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

■ **本周波士顿和达拉斯联储主席均意外辞职。**目前这两位略显鹰派官员均未参与货币政策投票，不过他们的继任者将分别在 2022 年和 2023 年担任投票者的角色。除了此之外，美联储还有四个理事职位空缺或将在明年出现空缺，其中包括明年 2 月时美联储主席一职。**人事变动也许会导致央行的措辞略有变化，不过我们预计总体政策结果并无二致：**美联储将从今年开始缩减月度购债规模，并在这一过程结束后（很可能在 2022 年年中）对加息进行评估。

■ **国会面临 10 月 1 日避免部分政府部门关门的最后期限，以及预计 10 月 18 日防止美国政府违约的最后期限。**我们预计将会及时通过必要的立法，几乎不可能出现美债违约的现实风险。财政措施的推进路径显得不够清晰，由于遭到众议院共和党人和进步民主党人的共同反对，在参议院获得两党支持的基础设施法案也许会在众议院遭遇失败。由于保守派和进步派民主党人的意见相去甚远，拜登更加广泛、规模达数万亿美元的财政计划面临潜在的致命挑战；媒体报道显示在财政刺激方案的规模方面，各方的硬性限制可能存在 2 万亿美元的差距。

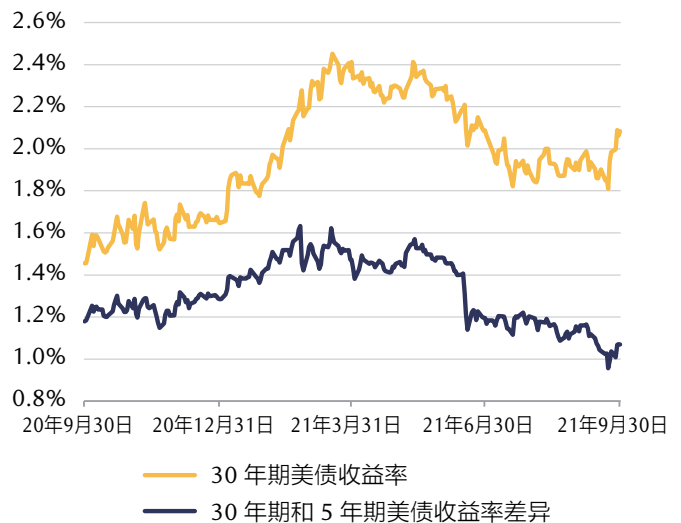
■ **由于市场仍在消化美联储可能采取行动的时间表，本周美债价格下跌。**30 年期美债收益率（与价格走势相反）上穿 2.05%，达到 6 月底以来的最高水平。与夏初的显著不同之处在于，短期债券与长期债券的收益率同步上升。其结果就是所谓的收益率曲线平坦化，这通常是市场对长期增长感到担忧的信号。**我们认为当前财政辩论的结果也许会对美债市场定价发挥重要作用。**

## 加拿大

Sean Killin 和 Richard Tan(CFA) – 多伦多

■ **加拿大联邦大选结果与选前大致相同：自由党胜出，少数派政府得以延续。**自由党政府致力于为加拿大人建造更多经济适用房，承诺在未来几年提供更多住房，并出台有关外籍人士所有权和“炒房税”（anti-flipping taxes）的新法规。另一方

## 绝对收益率上升；息差回升滞后



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

面，自由党拟降低较高的抵押贷款保险比例（即不到首付款的 20%），并为新购房者开立新的避税投资账户。我们认为通过前一项政策抑制住房拥有成本的努力，将在一定程度上将被后一项政策产生更大住房需求的潜力所抵消。过去一年总体储蓄率高于平均水平、利率偏低、容易获得贷款以及对较大空间的需求推动了房价上涨。在即将进入 2022 年之际，我们认为应当密切关注房地产市场，因为加息前景可能会给房地产估值带来压力。

■ **由于疫情导致影响食品生产的中断和供应瓶颈尚未得到缓解，通货膨胀对加拿大杂货店消费者产生冲击。**根据达尔豪西大学 (Dalhousie University) 农产品分析实验室 (Agri-Food Analytics Lab) 最近发表的一项研究，过去 12 个月加拿大食品价格上涨了 5%。这与加拿大统计局公布的同期食品通胀率 2.7% 形成了鲜明对比。该项研究调查了近万名加拿大人，得出的结论是肉制品价格导致了通胀率上升，过去六个月的升幅超过 10%。近 49% 的受访者表示他们因此减少购买肉类。根据彭博社的报道，供应商也缩小了份量，但仍维持类似的包装和价格，这是一种被称为“缩水式通胀”的策略。由于通胀率明显高于加拿大央行的目标，金融市场当前预计加拿大可能会在 2022 年底加息。

## 欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Frédérique Carrier – 伦敦

■ **英镑兑美元汇率跌至 2021 年的低点 1.34。与直觉相反的是，**市场对英格兰银行行长贝利 (Andrew Bailey) 的鹰派言论作出反应，**英国 10 年期债券收益率由 8 月低点 0.47% 上行突破 1% 的关口。**英镑和利率走势相反也许表明市场担心在削减财政刺激措施、能源价格和税收双双上涨之际，收紧货币政策可能导致经济活动放缓。

■ **加拿大皇家银行资本市场猜测英镑也许会开始表现得像是一种新兴市场货币，**利差扩大表明信贷风险日增 (而非周期性走强)，并导致英镑风险溢价上升。加拿大皇家银行资本市场指出，英国甚至在由于新冠疫情出台财政刺激之前就存在严重的金融失衡，并警告称英镑的走势可能成为一个早期指标，预示着**市场开始以更加批判性的眼光看待资金需求和对外国资本的依赖。**

■ **由于长期利率大幅上升，欧洲斯托克 600 指数触及两个月来的低点。**科技股领跌，能源股和金融股则跑赢大盘。银行业成为收益率上升和收益率曲线趋陡的最大受益者，它们也是迄今为止该地区表现最好的板块，总回报率超过 30%。鉴于收益率短期内走高的前景，我们认为银行板块仍有继续表现突出的空间。

■ 欧洲市值最大的科技公司 ASML 发布了最新的长期展望，并上调了财务指引。该半导体资本设备 (如光刻、计量和检测系统) 制造商看到了云计算、5G 和人工智能等行业**大趋势推动整个半导体行业的增长**，未来十年公司有望实现强劲增长。该公司预计这将支持 2020 年至 2030 年期间 11% 左右的年度营收增长。

## 亚太

Jasmine Duan – 香港

■ **中国已至少有 20 个省份实施限电措施。**电力消耗大的行业被要求减产，还有部分企业被要求改至周末和夜间开工，避免

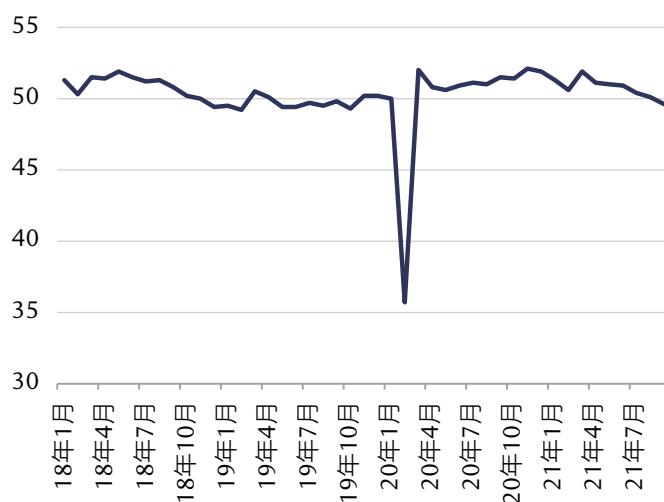
在用电高峰期间大量用电。电力短缺的原因有多个方面，包括全球经济重启产生的强劲出口需求和制造业活动，煤炭价格高企导致供应受限、今年水力发电低迷，以及地方政府需要完成年底降低能耗和能源强度的目标。

■ 市场预计电力短缺的情况将延续至 2021 年四季度。短期内**上游行业和耗电量大的行业很可能会受到直接影响。**就目前而言，**对半导体、科技硬件和汽车公司等下游制造商的影响应该是可控的。**未来几周我们将密切关注事态的发展。

■ **中国三季度和四季度的经济增速可能会受到电力短缺的影响。**9 月官方制造业采购经理人指数 (PMI) 似乎已经初步显现这种影响，该指数跌至 49.6，低于普遍预测的 50.0。这是自 2020 年 3 月以来的最低水平。我们预计经济学家将会下调其对中国今明两年 GDP 增长的预测。

■ **岸田文雄 (Fumio Kishida) 赢得自民党总裁选举，将在前首相菅义伟满一年任期之后成为下一任日本首相。**市场预计总体宏观政策框架不会发生重大变化。不过岸田文雄支持解除新冠疫情限制措施，并**希望在年底前出台规模达数万亿日元的经济刺激计划。**投资者预计日本央行也许会维持 2% 的通胀目标。

## 中国制造业采购经理人指数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；2018 年 1 月以来的月度数据



## 市场 行情

数据截至 2021 年 9 月 30 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	4,307.54	-4.8%	14.7%	28.1%	44.7%
道琼斯工业平均指数	33,843.92	-4.3%	10.6%	21.8%	25.7%
纳斯达克指数	14,448.58	-5.3%	12.1%	29.4%	80.6%
罗素2000指数	2,204.37	-3.1%	11.6%	46.2%	44.7%
标普/多伦多综合指数	20,070.25	-2.5%	15.1%	24.5%	20.5%
富时全股指数	4,058.96	-1.2%	10.5%	23.7%	-0.1%
欧洲斯托克600指数	454.81	-3.4%	14.0%	26.0%	15.7%
欧洲斯托克50指数	4,048.08	-3.5%	13.9%	26.8%	13.4%
恒生指数	24,575.64	-5.0%	-9.8%	4.8%	-5.8%
上证综指	3,568.17	0.7%	2.7%	10.9%	22.8%
日经225指数	29,452.66	4.9%	7.3%	27.0%	35.4%
印度Sensex指数	59,126.36	2.7%	23.8%	55.3%	52.9%
新加坡海峡时报指数	3,086.70	1.0%	8.5%	25.1%	-1.1%
巴西Ibovespa指数	110,979.10	-6.6%	-6.8%	17.3%	6.0%
墨西哥Bolsa IPC指数	51,385.55	-3.6%	16.6%	37.2%	19.5%
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	1.494%	18.5	58.1	81.0	-17.0
加拿大10年期债券	1.509%	29.3	83.2	94.8	14.8
英国10年期债券	1.022%	30.8	82.5	79.3	53.4
德国10年期债券	-0.199%	18.4	37.0	32.3	37.2
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%	-0.9%	-1.6%	-0.9%	18.0%
美国投资级企业债券	2.12%	-0.9%	-1.2%	1.9%	25.5%
美国高收益企业债券	3.97%	0.0%	4.6%	11.3%	22.8%
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)	1,757.58	-3.1%	-7.4%	-6.8%	19.4%
白银(现货美元/盎司)	22.20	-7.1%	-15.9%	-4.5%	30.6%
铜(美元/吨)	9,174.00	-3.7%	18.4%	37.6%	61.1%
原油(WTI现货/桶)	75.03	9.5%	54.6%	86.5%	38.8%
原油(布伦特现货/桶)	78.52	7.6%	51.6%	91.7%	29.2%
天然气(美元/百万英热单位)	5.92	35.3%	133.2%	134.3%	154.1%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	94.2480	1.8%	4.8%	0.4%	-5.2%
加元/美元	0.7890	-0.5%	0.5%	5.1%	4.5%
美元/加元	1.2674	0.5%	-0.4%	-4.8%	-4.3%
欧元/美元	1.1578	-2.0%	-5.2%	-1.2%	6.2%
英镑/美元	1.3474	-2.0%	-1.4%	4.3%	9.6%
澳元/美元	0.7228	-1.2%	-6.1%	0.9%	7.1%
美元/日元	111.2400	1.1%	7.7%	5.5%	2.9%
欧元/日元	128.8000	-0.9%	2.1%	4.2%	9.3%
欧元/英镑	0.8593	0.1%	-3.9%	-5.3%	-3.1%
欧元/瑞郎	1.0791	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.8%
美元/新加坡元	1.3579	1.0%	2.7%	-0.5%	-1.7%
美元/人民币	6.4448	-0.2%	-1.3%	-7.2%	-9.8%
美元/墨西哥比索	20.6139	2.7%	3.5%	-6.8%	4.5%
美元/巴西雷亚尔	5.4478	5.7%	4.8%	44.2%	31.1%

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 0.5%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.5%。美元/日元为 111.24, 表示 1 美元可兑换 111.24 日元。美元兑日元回报为 7.7%, 表示年初至今美元兑日元上涨 7.7%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 9 月 30 日美国东部时间下午 4:35。

## 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

### 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

### 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

## 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