

债券数学不仅仅是收益率

Thomas Garretson, CFA – 明尼阿波利斯

继本周的重大事件之后，我们将探讨固定收益投资者是否终于应该跳出收益率，并将目光投向债券价格上涨和可能实现较高总回报的前景。

本周可能是近几个月来全球固定收益市场乃至整个市场最重要、最重大的几周之一……尽管实际上并没有发生太多事情。

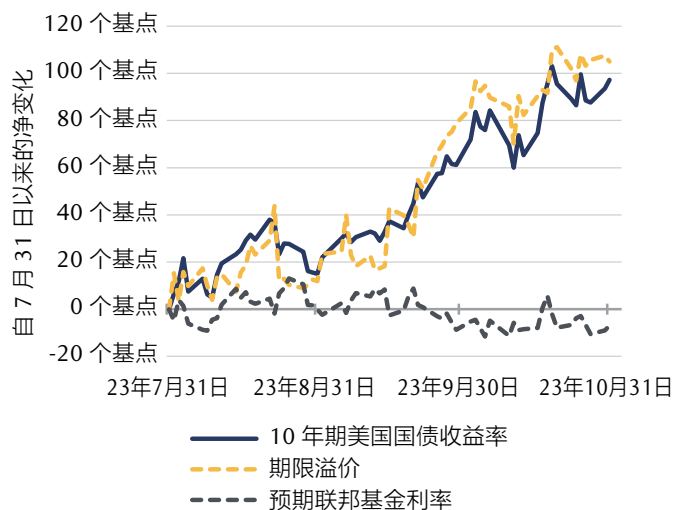
当然，确有事情发生了，但实际上只是在边缘地带。然而，这似乎足以改变自各国央行开始各自激进加息行动以来市场上盛行的整个叙事。

诱人的三连胜

本周有三个重大事件：日本央行会议；美国财政部季度再融资公告；以及美联储 11 月 1 日的会议。

市场担心日本央行即将放弃收益率曲线控制计划，该计划限制了决策者在干预之前允许 10 年期日本政府债券收益率上升的水平。那个帽子摘下来了，但只是轻轻地摘下。现在它只是一个参考水平，日本央行将围绕该水平“灵活”运作。但由于日本央行行长植田和男明确表示，他预计收益率不会进一步涨超 1%，因此这至少仍是一个软性上限。这对于第二个事件很重要。日本国内收益率上升可能会导致国内投资者将现金（主要是美国国债，也是外国需求的主要来源）汇回日本市场。

解构 10 年期美国国债收益率： 收益率上升的驱动因素对美联储很重要



资料来源 – 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；期限溢价和预期联邦基金利率基于 Adrian、Crump 和 Moench 模型，数据截至 2023 年 10 月 31 日

我们认为，美国国债需求减弱为财政部未来三个月的资金需求奠定了基础。早在 8 月初，财政部就宣布赤字上升导致融资需

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。

请参阅 [第 6 页](#)，了解重要和必须的非美分析师披露，以及作者的联系方式。

除非另行注明，所有估值以美元计价，以 2023 年 11 月 1 日市场收盘价为基准。制作时间：美国东部时间 2023 年 11 月 2 日下午 4:16；发布时间：美国东部时间 2023 年 11 月 2 日下午 4:22

求增加, 这主要是由于税收收入低于预期, 以及美联储在推进量化紧缩的过程中汇款减少。结果是长期美国国债拍卖大幅增加, 特别是 10 年期国债和 30 年期国债。

这一意外在很大程度上推动了美国国债收益率持续上涨, 10 月份基准 10 年期美国国债收益率一度升超 5%, 而就在财政部宣布这一消息之前, 其还低于 4%。上一页的图表显示了 10 年期美国国债收益率的模型, 该模型分为两个简单的组成部分: 市场对联邦基金利率走势的预期, 以及嵌入的期限溢价, 即投资者对持有较长期债券所感知到的各种风险 (包括供给增加和需求减少) 所要求的收益率。自 7 月 31 日以来, 10 年期美国国债收益率上涨约 100 个基点, 完全是由期限溢价造成的; 美联储政策利率的预期走势实际上已经小幅下降。

期限溢价推动的收益率上升为美联储奠定了基础。尽管美联储在过去 6 个月只加息了一次, 但收益率上升、股价下跌以及 8 月以来美元走强已经导致金融状况明显收紧, 达到过去一年最紧张的水平。政策制定者在政策声明中强调了金融状况趋紧。与此同时, 美联储官员普遍认为, 加息至此才刚刚开始影响经济活动。金融状况收紧也会对经济产生滞后影响, 这两个因素可能会成为双重逆风。美联储主席鲍威尔的语气可能因此比一段时间以来更加谨慎。我们维持美联储已经结束加息的观点, 但现在更加确信了。

鉴于乐观情绪高涨, 标普 500 指数自 10 月 27 日以来已上涨 4.7%, 而 10 年期美国国债收益率目前已较 10 月高点下跌约 32 个基点, 至 4.67%。

远离短端

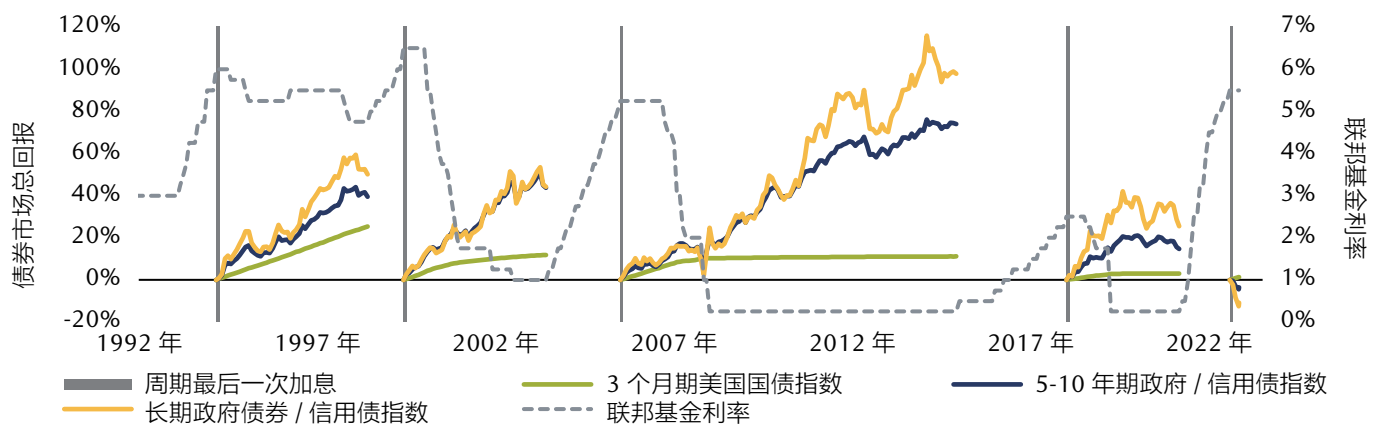
我们更加确信美联储确实已在 7 月完成了本轮周期的最后一次加息, 因此我们认为, 由于市场将注意力转向本轮周期的下一阶段, 现在是时候更认真地考虑投资组合布局了。

自美联储于 2022 年 3 月开始加息以来, 现金、货币市场基金或短期美国国债显然是最佳策略。在此期间, 彭博美国国债风向标 3 个月总回报指数上涨了 5.8%, 而彭博美国长期政府债券 / 信用债指数大幅下跌 24.1%。

下面的图表可能看起来很复杂, 但它讲述了一个简单且可能并不令人惊讶的故事: 当美联储完成加息后, 债券开始表现。而且常常如此。但我们认为, 这也表明, 这可能标志着投资者应该开始退出短期证券的债券头寸, 转而购买中长期债券。在之前的所有周期中, 美联储最后一次加息都标志着久期更长 (或更多利率风险) 的债券跑赢现金和现金等价物的时刻到来。

债券的计算很简单: 彭博 5-10 年期政府债券 / 信用债指数的平均收益率目前为 5.4%, 平均美元价格仅为 87 美元, 远低于面值。当市场不仅充分定价加息结束的时间, 还充分定价首次降息的时间时, 收益率可能会下降, 而债券价格 (与收益率成反比) 将会上涨。除了获得票息之外, 价格上涨只会放大总回报。另一方面, 我们认为, 由于持有短期的债券, 并将短期债券展期到收益率越来越低的环境, 因此存在再投资风险。现在还为时尚早, 但如果美联储 7 月加息确实是最后一次, 那么最近的市场走势就与历史背道而驰了。最近债券的负面表现提供了有吸引力的切入点, 我们认为, 收益率曲线中间的 3 至 10 年期部分提供了目前最具吸引力的风险 / 回报权衡。

美联储最后一次加息后的固定收益久期策略



美国

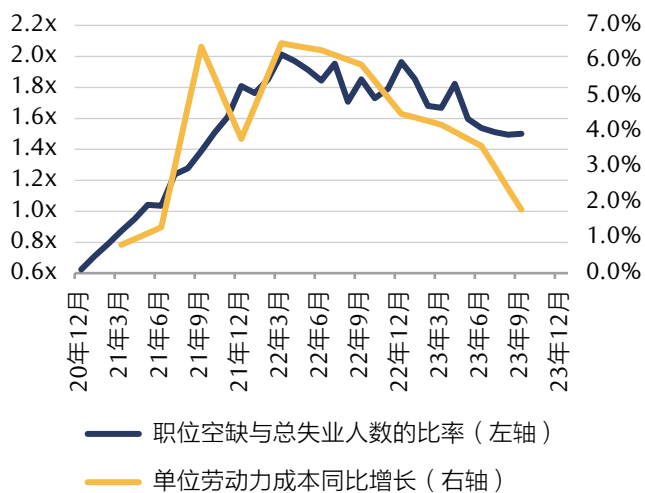
Alan Robinson – 西雅图

■ **美股进入 11 月以来表现强劲**, 此前 8 月、9 月和 10 月收跌, 这是自新冠疫情以来首次出现三连跌。投资者接受了“坏消息就是好消息”的信条, 原因是经济数据普遍疲弱意味着未来通胀将更加温和, 并且利率可能下降。美联储主席鲍威尔的评论也被认为属于鸽派, 因此鼓励冒险行为。

■ **截至周四午盘, 基准标普 500 指数创下今年以来最强劲的四天涨幅**, 此前一周已进入回调区间, 较 7 月峰值下跌了 10%。本周初非常负面的情绪指标引发了逆势买入信号, 也支撑了价格上涨。季节性因素带来助力, 因为从历史来看, 11 月和 12 月这段时期是股市表现最好的两个月, 这通常是由于随着财报季的推进, 企业回购窗口重新开放。加拿大皇家银行财富管理有限公司技术策略师 Robert Sluymmer 指出, 本周股市从重要技术支撑位反弹, 这表明股市在 2023 年第四季度和 2024 年第一季度有可能出现更广泛的上涨。

■ **超过三分之二的标普 500 指数公司已在周中公布 2023 年第三季度财报, 结果似乎“足够好”**。分析师目前普遍预计本季度盈利将季度环比增长 4%, 这将结束该指数整体盈利连续三个

主要劳动力市场指标走低, 劳动力成本目前低于通胀目标



资料来源 – 加拿大皇家银行财富管理、FactSet、美国劳工统计局; 每月数据截至 2023 年 9 月 30 日 (2023 年 11 月 2 日公布)。

季度下滑的局面。然而, 未来几个季度的指引不太乐观, 管理团队对 2024 年可能出现的经济衰退表示担忧。

■ **本周公布的经济数据弱于预期**, 包括 ISM 制造业调查、消费者预期和疲弱的 ADP 就业报告, 关键的月度非农就业报告将于 11 月 3 日公布。一个亮点来自好于预期的生产率增长, 其年率季度环比增长 4.7%。但更仔细的分析表明, 这一结果是由单位劳动力成本下降推动的; 再加上就业岗位稳步下降 (参见图表), 这向我们表明, 工资增长放缓可能会抑制新一年的通胀。

加拿大

Josh Nye 和 Luis Castillo – 多伦多

■ **加拿大经济正在放缓**。9 月 GDP 初值数据显示加拿大经济连续第四个月未实现增长。利率上升正在影响高负债家庭, 零售销售和房屋销售连续三个月下降。过去四个季度中有三个季度 GDP 持平或下降, 生产率放缓抵消了人口和就业的强劲增长。增长放缓给加拿大此前过热的经济降温, 加拿大央行指出, 尽管劳动力市场仍然紧张, 但供需已接近更好的平衡。尽管需求疲软, 但工资增长仍然过于强劲, 通货紧缩势头仍低于预期。预计明年增长将持续低迷, 导致供应过剩, 这应有助于将通胀率降至目标水平。在有明确证据表明核心通胀正在放缓之前, 我们认为加拿大央行不太可能考虑降息。

■ **经济放缓反映在加元上**。短期利率差异 (一国与另一国的利率差异) 历来在货币波动中发挥着作用, 促进寻求收益的投资者流向一国的高收益货币。美国经济的 GDP 增长率明显高于加拿大, 这引发了人们的预期, 即加拿大经济可能无法长期维持美联储实施的金融紧缩步伐。这导致过去几周加拿大短期利率比美国利率下降得更快。美国相对于加拿大的利率优势已达到 4 月以来的最高水平, 推动加元兑美元汇率跌至 2022 年底以来的最低水平。我们预计, 由于美国通胀预期相对较高, 这种动态将持续下去。与加拿大央行相比, 美联储可能会采取更强硬的立场。由于加拿大消费者的负债远高于其美国邻国, 我们认为加拿大进一步加息的通道相对较短。

欧洲

Rufaro Chiriseri, CFA – 伦敦

■ **周四，英国央行以 6 比 3 投票赞成维持 5.25% 的银行利率不变**，这与我们的预期一致——标志着本轮加息周期的第二次连续暂停加息。英国央行的决定和前瞻性指引呼应了美联储和欧洲央行的类似暂停加息。货币政策委员会声明中的一个很小但重要的补充表明，政策利率将“在较长一段时间内”保持在这样的水平。我们认为，这表明央行希望在 2024 年 9 月之前将当前市场利率下调近 25 个基点。**英国央行行长安德鲁·贝利 (Andrew Bailey) 表示，政策制定者不能对通胀感到自满**，如果他们维持这种政策立场足够长的时间，他们“将抑制通胀”。虽然货币政策委员会的声明留下了加息的选择，但我们认为进一步加息的门槛仍然很高，而且如果通胀或工资数据没有出现任何持续的大幅意外增长，这很可能是利率的峰值。债券市场反应积极，10 年期金边债券上涨约 12 个基点，达到 4.37%，而英镑兑美元汇率反弹至 1.2225，然后跌至 1.2170。

■ 与英国央行 8 月货币政策报告中的估计相比，**11 月货币政策报告预测第三季度 GDP 增长将进一步恶化并持平。然而，预计第四季度增长率将小幅回升至 0.1%**。货币政策报告预测，当能源监管机构 (Ofgem) 价格上限的影响反映在数据中时，10 月通胀将大幅下降。英国央行预计 2023 年第三季度通胀率平均约为 4.6%，略低于 8 月的预测，然后到 2025 年底降至 2%。

■ **欧元区第三季度 GDP 收缩 0.1%**，与近期经济活动数据的下降一致。**然而，欧元区通胀正朝着正确的方向发展**——10 月整体通胀率和核心通胀率初值分别下降至 2.9% 和 4.2%。这一下降是由能源价格下跌和去年 10 月同比计算的基数效应共同推动的。

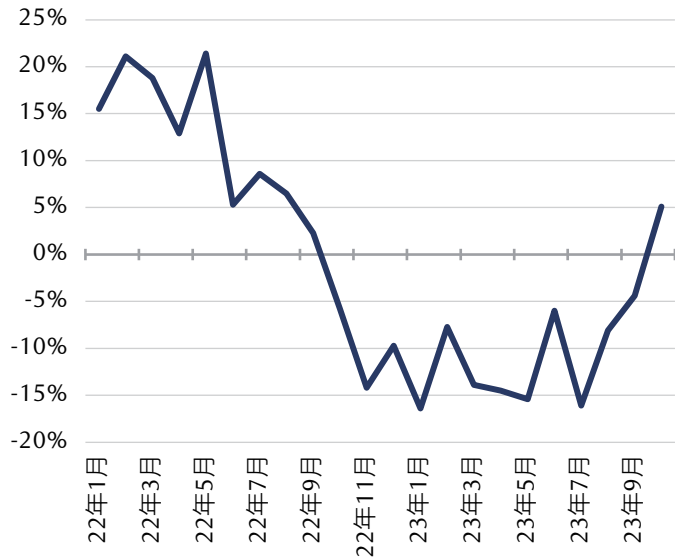
亚太地区

Emily Li – 香港

■ **韩国出口自去年底以来首次出现增长**。这不仅表明韩国的经济增长前景良好，我们认为，鉴于韩国作为主要出口国的角色，这也表明全球需求表现出韧性。10 月出口同比增长 5.1%。调整

韩国出口自去年底以来首次出现正增长

韩国出口同比增长



数据来源 – 加拿大皇家银行财富管理, 彭博社; 数据期间为 2022 年 1 月至 2023 年 9 月

工作日差异后，日均发货量也显著增长 7.6%。这一改善可能会给政策制定者带来信心，让他们相信韩国今年的经济增长将符合他们的预测，如果国际和国内需求保持韧性或增强，明年的增长可能会更好。

■ **中国 10 月工厂活动下降，重回收缩状态，而服务业扩张意外放缓**。这告诉我们，整体经济仍然脆弱，需要政策支持。根据国家统计局的数据，10 月官方制造业采购经理指数 (PMI) 从 9 月的 50.2 降至 49.5。值得注意的是，该数据受到季节性影响，主要是由于 10 月初的八天公共假期。然而，这也反映出制造业需求持续疲软。

■ **汇丰控股有限公司 (5 HK) 宣布了一项新的回购计划**，尽管第三季度业绩低于市场预期，但该公司仍额外回购了 30 亿美元股票，使全年股票回购总额达到 70 亿美元。

■ **中国平安 (2318 HK) 公布，今年前 9 个月利润同比下降 5.6%**，主要原因是受到市场波动和成本上升的影响。

■ **贵州茅台股份有限公司 (600519 CH) 是一家中国领先的白酒公司，最近成为交易量最大的股票，在中国股市重新占据主导地位**。周三成交额突破 160 亿元，创一年来最高水平。

市场 行情

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	4,237.86	1.1%	10.4%	9.9%	-8.1%
道琼斯工业平均指数	33,274.58	0.7%	0.4%	1.9%	-7.3%
纳斯达克指数	13,061.47	1.6%	24.8%	19.9%	-16.3%
罗素 2000 指数	1,669.70	0.4%	-5.2%	-9.8%	-29.2%
标普/多伦多证交所综合指数	19,079.00	1.1%	-1.6%	-2.2%	-10.2%
富时全股指数	3,967.55	0.3%	-2.6%	1.0%	-4.5%
欧洲斯托克 600 指数	436.57	0.7%	2.7%	5.3%	-8.8%
欧洲斯托克 50 指数	4,091.71	0.8%	7.9%	12.1%	-4.4%
恒生指数	17,101.78	-0.1%	-13.5%	10.7%	-32.0%
上证综指	3,023.08	0.1%	-2.1%	1.8%	-14.7%
日经 225 指数	31,601.65	2.4%	21.1%	14.2%	6.6%
印度 Sensex 指数	63,591.33	-0.4%	4.5%	4.0%	5.7%
新加坡海峡时报指数	3,076.77	0.3%	-5.4%	-1.7%	-4.4%
巴西 Ibovespa 指数	115,052.96	1.7%	4.8%	-1.6%	9.0%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	49,787.84	1.5%	2.7%	-2.1%	-3.6%
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
10 年期美国国债	4.734%	-19.7	85.9	69.2	317.8
加拿大 10 年期	3.921%	-14.3	62.1	67.4	217.3
英国 10 年期	4.499%	-1.3	82.7	102.9	343.7
德国 10 年期	2.764%	-4.2	19.3	63.3	286.6
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	5.65%	0.0%	-2.8%	0.1%	-15.3%
美国投资级企业债券	6.35%	0.0%	-1.9%	2.4%	-17.2%
美国高收益企业债券	9.49%	0.0%	4.6%	6.1%	-6.2%
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)	1,982.72	-0.1%	8.7%	20.3%	10.6%
白银(现货美元/盎司)	22.95	0.5%	-4.2%	16.9%	-4.6%
铜(美元/吨)	8,029.00	0.0%	-4.0%	4.0%	-19.7%
原油(WTI 现货/桶)	80.44	-0.7%	0.2%	-9.0%	-4.3%
原油(布伦特现货/桶)	85.02	-2.7%	-1.0%	-10.2%	0.4%
天然气(美元/百万英热单位)	3.49	-2.3%	-21.9%	-38.9%	-32.6%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	106.6630	0.0%	3.0%	-4.3%	13.6%
加元/美元	0.7218	0.2%	-2.2%	-1.6%	-10.7%
美元/加元	1.3854	-0.2%	2.2%	1.6%	12.0%
欧元/美元	1.0569	-0.1%	-1.3%	7.0%	-8.9%
英镑/美元	1.2148	0.0%	0.5%	5.8%	-11.1%
澳元/美元	0.6395	0.9%	-6.1%	0.0%	-15.0%
美元/日元	150.9300	-0.5%	15.1%	1.8%	32.4%
欧元/日元	159.5400	-0.5%	13.6%	9.0%	20.6%
欧元/英镑	0.8701	0.0%	-1.7%	1.2%	2.4%
欧元/瑞郎	0.9590	-0.4%	-3.1%	-2.9%	-9.1%
美元/新加坡元	1.3683	-0.1%	2.2%	-3.3%	1.5%
美元/人民币	7.3160	0.0%	6.1%	0.5%	14.4%
美元/墨西哥比索	17.7710	-1.5%	-8.9%	-10.0%	-14.7%
美元/巴西雷亚尔	4.9555	-1.6%	-6.2%	-3.7%	-12.9%

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 0.72, 表示 1 加元可兑换 0.72 美元。加元兑美元回报为 -2.2%, 表示年初至今美元兑日元下跌了 2.2%。美元 / 日元为 150.93, 表示 1 美元可兑换 150.93 日元。美元 / 日元回报为 15.1%, 表示年初至今美元兑日元上涨 15.1%。

资料来源 - 彭博社; 数据截至 2023 年 11 月 1 日

作者

Luis Castillo – 加拿大多伦多

luis.castillo@rbccm.com; 加拿大皇家银行多美年证券有限公司

Rufaro Chiriseri, CFA – 英国伦敦

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

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com; 加拿大皇家银行资本市场有限公司

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

Josh Nye – 加拿大多伦多

josh.nye@rbc.com; 加拿大皇家银行多美年证券公司

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

信息披露和免责声明

分析师认证

本报告中表达的所有观点准确地反映相关分析师对任何和所有标的的证券或证券发行者的个人观点。此处所列相关分析师的任何补偿均不会直接或间接地与该相关分析师在本报告中提出的具体建议或观点相关。

重要信息披露

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。

非美国分析师披露

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) 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。

如果是摘要报告 (包括六家或更多家公司), 加拿大皇家银行财富管理公司可能会选择提供重要的信息披露, 作为参考。如要查阅现有披露事项, 客户应参阅 <https://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。此类信息亦可应请求提供, 请按以下地址向加拿大皇家银行财富管理公司出版社索取: 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

建议历史图表中的建议名单推荐可能包括一份或多份建议名单或加拿大皇家银行财富管理公司或一家附属公司的模型资

产组合。加皇财富管理的推荐名单包括指导性投资组合: 优质收入 (RL 6)、指导性投资组合: 股息增长 (RL 8)、指导性投资组合: 美国预托证券 (RL 10) 及指导性投资组合: 所有市值增长 (RL 12)。缩写“RL On”表示证券被列入建议名单的日期。缩写“RL Off”表示证券从建议名单中删除的日期。自 2023 年 4 月 3 日起, 美国加拿大皇家银行财富管理的季度报告将作为其模型的主要通讯, 并将重点说明当个季度对该模型所做的任何更改。

加拿大皇家银行资本市场市场评级分布

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 (购买、持有 / 中立或出售) 之一, 无论公司自己有何种评级类型。尽管加拿大皇家银行财富管理公司的“优于板块 (O)”、“持平板块 (SP)”和“逊于板块 (U)”与“买入”、“持有 / 中立”和“卖出”分别极为近似, 但含义却不同, 因为加拿大皇家银行资本市场的评级是在相对的基础上确定的。

评级分布 – 加拿大皇家银行资本市场股票研究

截至 2023 年 9 月 30 日

评级	数量	百分比	过去 12 个月内提供的投资银行服务	
			数量	百分比
买入 [优于板块]	820	55.97	250	30.49
持有 [持平板块]	590	40.27	148	25.08
卖出 [逊于板块]	55	3.75	5	9.09

加拿大皇家银行资本市场有限股票评级系统说明

分析师所说的“板块”是分析师提供研究覆盖范围的公司组合。因此, 为特定股票指定的评级仅代表分析师对该股票相对于分析师的板块平均值在今后十二个月表现的看法。

评级: 优于板块 (O): 预期未来 12 个月的回报大幅跑赢板块平均数。

持平板块 (SP): 预期未来 12 个月的回报与板块持平。

逊于板块 (U): 预期未来 12 个月的回报大幅跑输板块平均数。

受限制 (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: 投机性 风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份交易量流动性低、资产负债表杠杆程度高或营运历史有限, 致使财务及 / 获股价波动性预期较高。

估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行资本市场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, 包括加皇资本市场及其附属公司的总收益, 其中部分收益是加皇资本市场及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他信息披露

在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加拿大皇家银行财富管理公司编写了本报告, 并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据或至少部分根据我们的第三方通讯社研究服务提供的资料。我们的第三方通讯社已经给予加拿大皇家银行财富管理公司将其研究报告用作来源资料的一般许可, 但尚未审查或批准本报告, 亦未收到报告发布的通知。我们的第三方通讯社可能不时在此处提及的证券中担任长期或短期职务、进行证券交易和买卖。我们的第三方通讯社可能不时在本报告中提及的任何公司提供投资理财或其他服务或向此类公司索取投资理财或其他业务。

加拿大皇家银行财富管理公司努力作出所有合理的努力在海外法律管辖区当地时区同时向所有合格的客户提供研究。在某些投资咨询账户中, 加皇财富管理或指定第三方可能会担任我们的客户的托管理, 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。此类交易可能在您收到本报告之前或之后发生, 并可能对进行交易的证券市价发生短期影响。加拿大皇家银行财富管理公司的研究刊载在我们的专有网站上, 以确保合格的客户按时收到初始评估报告以及评级、目标价格和观点变化。其他分发文件可能由销售人员通过电子邮件、传真或普通邮件发送。客户亦可能通过第三方供应商收到我们的研究报告。请与我们的加拿大皇家银行财富管理公司财务顾问联系, 了解有关加拿大皇家银行财富管理公司研究的进一步详情。

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: <https://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 AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件。可应请求通过您的财务顾问提供任何此类文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件的权利。

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)、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)。

研究资源

这份文件是由加拿大皇家银行财富管理投资咨询集团的全球投资咨询委员会创作完成。加拿大皇家银行财富管理投资咨询集团给致力于从事个人有价证券企业投资顾问、财务顾问提供有关的资产配置和投资组合构建的支持。其投资咨询委员会利用加拿大皇家银行投资策略委员会开拓的广阔市场前景, 通过加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场有限责任公司和第三方资源提供其他策略和主题支持。

第三方免责声明

全球行业分类标准 (“GICS”) 是由摩根士丹利资本国际公司 (“MSCI”) 及标准普尔金融服务有限公司 (“S&P”) 开发并独家拥有的, 加拿大皇家银行已获得发牌使用上述分类标准。MSCI、S&P 或任何参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的其他方概不对相关标准或分类 (或使用相关标准或分类获得之结果) 作出任何明示或暗示的保证或声明, 所有相关方特此明确卸弃所有涉及上述任何标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的合适性方面的保证。在不限制前述任何规定的原则下, MSCI、S&P 及其任何关联方或参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的任何第三方, 在任何情况下都不对任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的或任何其他损害 (包括利润损失) 承担任何法律责任, 即使已获悉发生该等损害的可能。

免责声明

本报告中包含的信息由加拿大皇家银行资本市场有限责任公司分部加拿大皇家银行财富管理公司根据据信可靠的来源撰写而成, 但加拿大皇家银行、加拿大皇家银行财富管理公司及其关联公司或任何其他人士对此类信息的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。报告中的所有观点和推测为加拿大皇家银行财富管理当天的判断, 谨供投资者参考, 不负有法律责任, 如有变更, 恕不另行通知。以往我们所取得研究成果并不能保证未来的投资回报, 也无法避免原始资本可能遭受损失。加拿大各省、美国各州和世界大多数国家均制定了监管可向自己的居民出售的证券和其他投资产品类型以及销售程序的法律。因此, 本报告中讨论的证券可能没有资格在某些司法管辖区销售。在任何情况下, 本报告都不能作为任何辖区的, 任何不具备法律资格进行交易的个人或机构的投资分析建议, 也不能作为法律、会计、税务、个人投资的依据。本报告的任何内容不得作为法律、会计或税务建议或是针对个人投资的建议。本材料供普通客户阅读使用 (包括加拿大皇家银行分支机构), 并没有考虑某个具体读者的特殊情况和需要。其中的投资或服务未必适合您, 如果您对投资分析或服务的适用性存有疑虑, 建议您咨询独立的投资顾问。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士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书面同意, 在任何情况下本文件所载内容不得以任何形式翻印或复制。如果需要其他信息, 欢迎向我们索取。

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。“加拿大皇家银行资本市场有限责任公司”是“加拿大皇家银行”间接管理的全资子公司，也是加拿大皇家银行的相关发行人。对于任何接受本报告、不是注册经纪人/ 经销商的美国人或以经纪人或经销人身份经营的银行，如果希望获得本报告中讨论的任何证券的进一步信息或进行任何交易，请与加拿大皇家银行资本市场有限责任公司联系和订阅资料。国际投资涉及美国投资通常不会牵涉到的风险，包含汇率波动、国际税赋、政治不稳定性与不同的会计标准等。

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成员。© 加拿大皇家银行注册商标。经许可使用。加拿大皇家银行财富管理是加拿大皇家银行的注册商标，经许可使用。

加皇财富管理 (不列颠群岛)：本出版物由加拿大皇家银行欧洲有限公司和加拿大皇家银行 (海峡群岛) 有限公司发行。加皇欧洲有限公司由审慎监管局授权，并受金融市场行为监管局 (FCA) 和审慎监管局监管 (FCA 注册号: 124543)。注册地址: 100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK. 加拿大皇家银行 (海峡群岛) 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。

致从加拿大皇家银行香港分行收到此信息的人士：本文件由加拿大皇家银行香港分行在香港分发，该分行受香港金融管理局和证监会监管。本文件不得在香港向非《证券及期货条例》(第 571 章) 以及根据该条例制定的任何规则定义的“专业投资者”的投资者分发。本文件仅作一

般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。以往的业绩不能代表未来的业绩。警告：本文件的内容未经香港任何监管机构审核。建议投资者谨慎投资。如果您对本文的任何内容有疑问，您应该寻求独立的专业建议。

致从加拿大皇家银行新加坡分行收到此信息的人士：本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行系取得金融管理局资格的注册实体。本出版物不得在新加坡向非“合格投资者”和“机构投资者”(根据新加坡 2001 年证券及期货法定义) 的投资者分发。该出版物仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。建议您在购买任何产品前，向财务顾问寻求独立的意见。如果您没有获得独立的意见，您应该考虑产品是否适合您。以往的业绩不能代表未来的业绩。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。

© 2023 加拿大皇家银行资本市场有限公司 – NYSE/FINRA/SIPC 成员

© 2023 加皇多美年证券有限公司 – 加拿大投资者保护基金成员

© 2023 加皇欧洲有限公司

© 2023 加拿大皇家银行

版权所有

加拿大皇家银行 1253

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。



Wealth
Management
财富管理