

# 全球 透视

来自全球投资咨询委员会的观点

## 步入快车道 新冠疫情时代的数字化转型

人们从未感受到互联网如此重要。哪些技术和类别可能会从新冠疫情破坏中受益？而且随着经济重新开放，哪些趋势将具有持久力？

Mark Mahaney | 第 4 页



全球股票  
投资，但不要完全投资



全球固定收益  
各国央行进入下一阶段



主要预测

请参阅第15页，了解重要和必需的非美分析师披露。

制作：美国东部时间2020年6月1日14:11；传播：美国东部时间2020年6月2日8:00

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。



Wealth  
Management  
财富管理

# 目录

## 4 步入快车道：新冠疫情时代的数字化转型

新冠疫情的破坏让人们彻底明白，需要是发明之母。我们询问了加拿大皇家银行资本市场最优秀的互联网分析师Mark Mahaney有关新冠疫情危机对互联网行业的影响。

## 8 全球股票：投资，但不要完全投资

尽管长期股票价值具有吸引力，但短期前景仍会给经济和盈利带来一些过大的风险。我们认为，协调这种背离的方法是将股票敞口适度低于基准水平。

## 10 全球股东收益：各国央行进入下一阶段

尽管各国央行已经在各个方面进入了新的领域，但我们在很大程度上认为，他们仍在坚持已经写好的剧本，而全球复苏的轨迹决定了他们需要揭开新篇章。

### 市场透视

3 加拿大皇家银行投资观点

8 全球股票

10 全球固定收益

12 主要预测

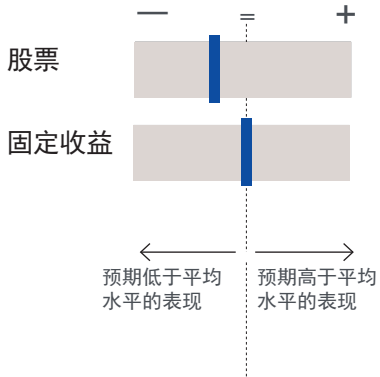
13 市场行情

除非另行注明，所有估值以美元计价，以2020年5月29日市场收盘价为准。

## 加拿大皇家银行投资观点

### 全球资产观点

资产类别 观点



详情请参阅下方“观点说明”

资料来源：加拿大皇家银行财富管理

### 股票

- 过去几周，发达国家有关新冠疫情的新闻流明显向好，死亡人数和新增病例逐渐减少，在可能的治疗方法和疫苗方面取得一些进展。大多数国家正在逐步重新开放其经济，也不断出现改善的迹象。令人欣慰的是，货币和财政当局仍致力于在必要时提供财政支持。
- 然而，一些挑战依然存在。未来几个月，某些经济部门仍将面临严峻压力，而不断膨胀的新增失业大军可能难以找到工作。我们继续预期复苏将是缓慢、漫长和不平衡的过程。
- 由于股市已经强劲回升，关键地区的估值充分且很多不确定性依然存在，我们认为，在保持投资的同时，谨慎的做法是略微减持股票头寸。

### 固定收益

- 事实证明，美联储自3月以来安抚金融市场的努力取得了成功。美国国债市场的波动仍处于年内最低水平，美联储的资产负债表规模已超过7万亿美元。尽管经济风险高于正常水平将是未来几个月的一大特点，但目前的市场水平仍为很多固定收益领域的投资者提供具有吸引力的风险/回报状况，尤其是企业信贷品种。
- 我们维持对全球固定收益的市场权重立场。尽管全球债券收益率处于历史低位，但我们认为，其仍会在当前水平附近保持稳定。由于市场已经消化了短期衰退的影响，我们维持总体增持企业信贷的配置。

### 观点说明

(+/-/-) 系指全球投资咨询委员会 (GPAC) 对未来12个月投资期的观点。

+ 增持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能优于平均水平。

= 市场权重意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能较为平均。

- 减持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

# 步入快车道

## 新冠疫情时代的数字化转型



**Mark Mahaney**  
加拿大皇家银行  
资本市场有限公司  
美国旧金山

新冠疫情的破坏让人们彻底明白，需要是发明之母。我们询问了加拿大皇家银行资本市场最优秀的互联网分析师Mark Mahaney有关新冠疫情危机对互联网行业的影响。哪些技术和类别可能会受益？哪些可能会失败？而且随着经济重新开放，哪些趋势将具有持久力？

（本文是5月13日发布的一段[音频评论](#)的压缩文本）

- 大流行凸显了数字平台所能提供的竞争优势，而在线分销似乎是这场危机的结构性赢家。
- 由于这场危机，向在线分销的转变获得了新的动力，我们认为，这一趋势将会持续下去。
- 共享出行公司深受此次危机的影响，但其快速复苏的势头已经开始显现。
- 互联网行业的监管风险曾是一大担忧，目前暂时搁置。

**全球透视：Mark**，因为很多人发现自己在家工作，在网上订购杂货和其他必需品，还在网上看电视剧，这让他们意识到，他们（可能还有其他人）比危机前更依赖互联网了。所有互联网相关企业都会从此类业务活动激增中受益吗？

**Mark Mahaney:** 您说得对，这是对制度、经济和社会模式的巨大冲击。以下是我们从这场危机中学到的一些东西。

首先，几乎所有互联网股票，甚至大多数数字化股票，都不受新冠疫情危机造成的那种社会和经济混乱的影响。在我们覆盖的39家互联网公司中，只有少数公司在本次危机后对2020年的营收估测值进行了重大正面修正。其中略高于半数的公司对2020年的营收估测值进行了10%或以上的负面修正。

换句话说，FactSet的数据显示，今年初互联网行业的普遍营收增长预期中值为21%；目前为8%。

受冲击最严重的行业类别是旅游、共享出行、赛事票务、房地产和广告。

Mark Mahaney担任加拿大皇家银行资本市场董事总经理，覆盖互联网行业。Mahaney先生在互联网行业机构投资者调查中排名第一（2008-2012年）。在格林尼治机构投资者（Greenwich Institutional Investor）针对互联网行业的调查中，他也排名第一；同时也是英国《金融时报》（Financial Times）和StarMine公布的互联网零售市场分别排名第一的盈利预测者和选股者。

即便如此，第二个关键问题是，显然存在一些结构性赢家，比如在线零售和在线送餐。

其他真正受益的领域是那些提供云服务和数字化布局的领域。小企业、本地服务公司或零售公司如果发现自己没有数字化业务，未来几个月将面临没有收入或收入大幅下降的前景。这就产生了一种推动力，促使他们确保网络布局成为其核心战略的一部分。

第三点是互联网广告受到了负面影响，但不尽相同。很多公司都披露其平台使用量大幅增长，但几乎所有公司也出现了广告收入增速大幅放缓的情况。

可以预见的是，巨头企业的广告平台最具弹性。为什么？因为它们为市场营销人员提供了最大的受众和频率，即数十亿日常用户。

因为广告市场以拍卖动态为依据，价格可以立即调整和再平衡，以满足和产生营销人员的需求。此外，我们认为，没有人会质疑在这些行业领先的巨大平台上购买广告的决定。在新冠疫情危机中，这些都是合理的假设，而且都是正确的。

第四，在线零售商受到了积极影响，而且影响程度大都相同。但同时，这场大流行病以一种粗糙的方式成为了宣传在线零售的好处和必要性的广告。

而某些类别，如食品杂货、医疗、家庭办公用品、远程教育和家庭健身，都出现了需求激增的情况。甚至时装和服装等被认为高度可自由支配类别也表现强劲。

我们自己的食品杂货调查报告支持了这种大幅加速采用。然而，我们认为，所有在线零售垂直领域都已广泛采用。

第五，受到负面影响的公司侧重成本管理和流动性，我已经有一段时间没有见过这种方式了。过去一个月，为支撑资产负债表而筹集的资金超过了两三年内的水平。

过去三个月，世界以我们从未想过的方式发生了变化。您已经对多家公司进行了很长时间的研究，并且已经看到了在9/11袭击和大萧条之后消费支出、广告和旅游方面的其他范式转变。消费支出回升或消费者的旅游意愿恢复的速度有多快？

---

我们确实看到了消费者花钱方式的转变。我预计，他们将在今年年底或2021年某个时候恢复到正常的支出模式。

最让我震惊的是，旅游业很有可能是最晚恢复的类别，以及零售业向在线销售转变的程度和速度。后者已经出现了20年，但由于这场危机，其显然正在加速。

不只是必需品、杂货和个人护理，而是包罗万象：例如，家庭办公用品、家庭健身设备和时装和服装等非必需消费品。

当人们复工时，他们可能会稍微减少网上购物，但我认为整体趋势会一直存在，因为我们已经加快采用在线零售渠道。

对我来说，这将是这场危机带来的最大的结构性变化之一。

让我们关注一下网上购物。当然，它在新冠疫情大流行期间开始。越来越多的人利用路边取货和配送的方式。您认为危机过后，这还会是生活的一部分吗？

---

我认为是这样。我们与Instacart总裁进行了一次电话会议，Instacart是一家在线杂货领域的私营公司。几周来，这家公司目睹了在线食品杂货普及速度加快，而其原以为这需要数年时间才能实现。该公司需要雇佣300,000名员工，是现有员工数量的两倍多。亚马逊（Amazon）表示，为了满足食品杂货的需求，其产能将增加60%。

无论在线杂货需求激增是否具有永久性，我都不认为在线杂货的快速普及会逆转。许多人需要适应从家里安全有效地购买食品杂货的想法。

我的观点是，大多数人都有过积极的经历，而且一旦危机过去，他们还会继续这样做。

**过去几年，共享出行公司明显在很多方面改变了我们的生活。这个概念能否经受住消费者对危机蔓延的担忧？**

---

在大流行期间，共享出行使用量大幅减少，与旅游和直播活动一样急剧减少，后者的需求同比下降了80%至90%。

如果我们不能离开自己家，这就会削弱共享出行的基本价值主张，即廉价而有效的出行。我认为，需求会相对较快地恢复。

几个数据点给了我们一个提示。优步（Uber）在5月初的财报电话会议上表示，在乔治亚州和德克萨斯州等已开放的州，优步的载客量已经增长了40%至50%。已经脱离底部了；客运量仍比去年同期下降约60%，虽然降幅很大，但也出现了反弹。

对许多人来说，共享出行带来的健康风险比乘坐公共交通带来的健康风险更可取。对于共享出行公司来说，确保这些车辆合理的卫生状况需要额外的成本，但我认为，共享出行需求会相对较快地反弹。

**就加大对大型科技公司的监管来说，人们有很多担忧。这仍然是个问题吗？**

---

这个问题目前肯定被暂时搁置了，但一两年后也许会重新成为一个问题，在此期间，美国总统大选可能也会对监管风险产生重大影响。

**您认为未来一年，甚至长期来看，我们的客户有什么趋势是必须关注的吗？**

---

我们已经加速采用彻底数字化。这一不幸的危机凸显并提升了数字平台的重要性，无论是对于那些需要在家里自给自足、教育和娱乐的消费者，还是对于那些需要在实体设施关闭时接触客户、营销和提供服务的小企业。

**Mark，非常感谢您的时间和见解。对于我们的读者，如果您对马克的建议有兴趣，请联系Mark的加拿大皇家银行顾问。**

# 投资，但不要完全投资

在一个全球均衡投资组合中，我们的股票敞口配置适度低于基准水平。这一立场反映了我们对两个因素的思考：

- 1) 长期股票价值具有吸引力，但目前没有令人垂涎的吸引力。
- 2) 短期情况仍然包含一些与大流行病最终走向有关的巨大风险，以及复苏易受意外冲击的影响。

当经济低迷和盈利预期向下修正仍如洪水般汹涌时，当人们意识到股市将在一年或更长时间内开始复苏且盈利将明显提高时，市盈率（P/E）就没有多大帮助了。将这种扭曲最小化的估值方法是，计算股票市场（或一家企业）所有未来盈利的净现值，并将其确定为公允价值。

加拿大皇家银行环球资产管理进行了这样的计算，得出的结论是，由于新冠疫情爆发，标普500指数的永久价值损失将约为5%。其中一个假设是，企业盈利今年将大幅下降，2021年有所改善，但不会回到2019年的峰值水平，2024年之前都不会回到没有大流行时的水平。

标普500指数一度较峰值下跌35%。在撰写本文时，差距已经缩小到只有10%。这样一来，从所有未来盈利的净现值角度

## 股票观点

地区	当前
全球	-
美国	-
加拿大	-
欧洲大陆	-
英国	-
亚洲（日本除外）	+
日本	=

+ 增持 = 市场权重 - 减持 资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

来看，目前市场价格与其公允价值的差距并不大。

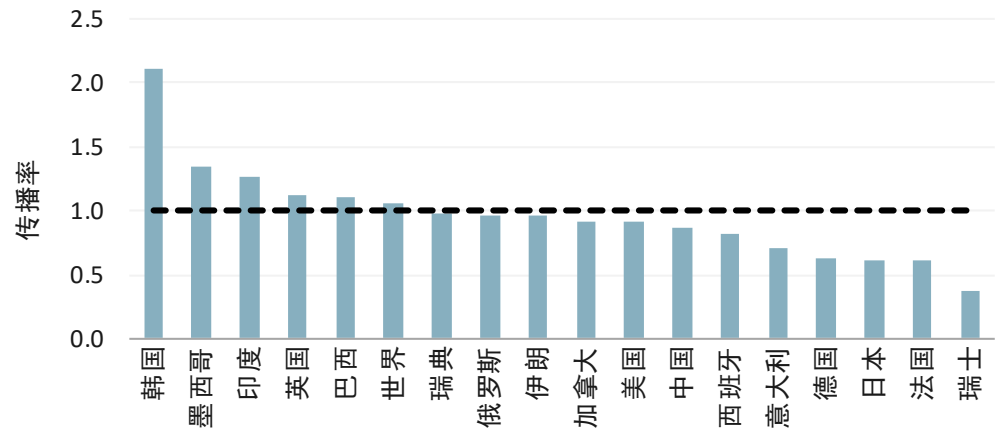
当我们将注意力转向未来6到12个月时，我们意识到，一些过大的风险可能会加深或扩大我们正试图超越的经济/盈利谷。

有些与大流行本身有关。虽然每个发达经济体的每日新增病例数量似乎都在下降，这令人振奋，但也有人担心，过快重新开放可能导致感染率再次飙升。

好消息是，据最新统计，全球至少有8种潜在新疫苗正在或已经进入临床试验阶段，其中3种得到了大型制药巨头的支持。但必须指出的是，到目前为止，我们对这些潜在疫苗的有效性和安全性知之甚少。这些只是在几十个开发项目中走得最远的几个。我们也不知道感染病毒后康复的人们现在是否具有免疫力。如果具有免疫力，会持续多久？

Jim Allworth  
加拿大温哥华  
jim.allworth@rbc.com

传播率高于1表明持续增长（基于新增病例）



注: 传播率计算为每日新增病例5天移动平均值的7天百分比变化。

资料来源: 欧洲疾病预防控制中心 (ECDC)、Macrobond、加拿大皇家银行环球资产管理; 数据截至2020年5月28日

在未来的一段时间内，大流行可能会继续像投弧线球一样。它已经抛出了一个难题，即如何重启被任意关闭的经济？告诉企业他们可以重新开业，告诉员工他们可以复工，并不意味着他们会这样做。世界各国政府和央行刺激措施的大规模资金注入是否会产生预期效果，以及这种效果能持续多久，仍是一个悬而未决的问题。一旦不再需要或不再有效，该如何收回刺激措施？它是否会在未来给经济带来有问题的扭曲？

我们认为，其中一些问题将在未来几个季度得到解答。对我们来说，我们预计，从第三季开始，所有发达经济体的GDP增长都会明显改善。这一势头有可能会在第四季度和2021年全年进一步增强，到2022年多数经济体将恢复到2019年的峰值水平。我们还预计，复苏之路最终既不平坦，也不会让人心安。经济

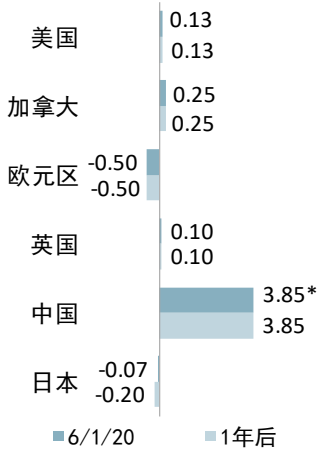
再次恢复可持续性的信心有可能要比实现这一目标所需的时间更长。

自3月以来的股市反弹表明，投资者目前已将对无限期经济下滑的担忧抛诸脑后。我们认为，说服他们的是已经出台的雪崩式的财政和货币支持，尤其是与之相关的企业债券收益率暴跌，这消除了破坏性信贷紧缩的威胁，并使市盈率上升。

或多或少沿着我们所概述的道路前进的GDP和盈利增长的复苏，应会让投资者的注意力转向企业价值长期升值的前景。我们认为，尽管承认不利的流行病/重新开放的事态发展依然构成挥之不去的风险，但当前在全球股票投资组合中反映这些前景的恰当方式是，投资，但不要完全投资。我们建议维持适度低于基准的股票敞口。

# 各国央行进入下一阶段

央行利率 (%)



\*中国人民银行针对运营资本的1年期贷款基础利率。

资料来源 - 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、环球投资组合顾问委员会、加拿大环球资产管理

我们预计，自3月以来已经停止一切干预的各国央行，现在会将重点转向接下来要做什么，以及还能做些什么，本月将举行重要会议。

自2019年12月的会议以来，美联储一直没有发布季度经济预测摘要，由于存在巨大的不确定性，美联储选择放弃了3月的季度经济预测摘要。因此，我们认为，6月9日到10日的会议将首次正式让人们看到近六个月来美联储对经济发展的看法。

尽管不确定性几乎没有消退，但美联储主席杰罗姆·鲍威尔 (Jerome Powell) 警告称，经济将出现微弱复苏，并可能会延续到2021年，这有可能会在美联储的预测中有所体现。美联储的预测期限将延续到2022年，在这段时间里，我们预

固定收益观点

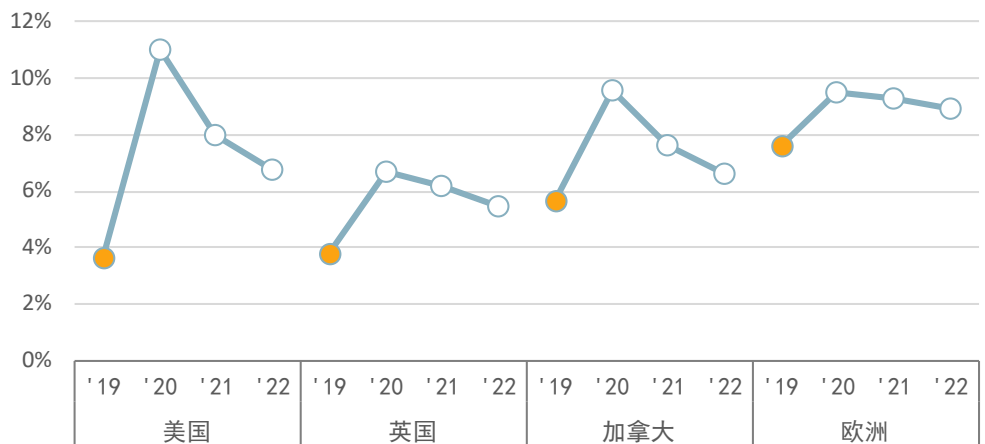
地区	政府债券	公司债券	久期
全球	=	+	5-7年期
美国	+	+	7-10年期
加拿大	=	+	3-5年期
欧洲大陆	=	+	5-7年期
英国	-	=	3-5年期

+ 增持 = 市场权重 - 减持 资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

计失业率将保持在高位，经济复苏充满不确定，通胀率低于目标，最终对美联储的利率预测仍将保持在0%的水平。

由于预计经济复苏更缓慢，市场已经开始预期美联储也许最终转向负利率，但鲍威尔再次反驳了这一观点，称“委员会对负利率的看法实际上没有改变。这不是我们关注的问题。”

## 预计失业率仍将高于2019年的水平

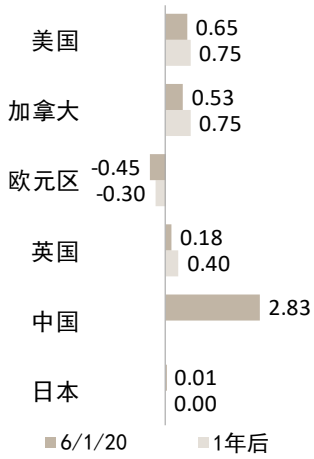


资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社5月普遍预测调查

Thomas Garretson, CFA  
美国明尼阿波利斯  
tom.garretson@rbc.com

# 全球 固定收益

## 10年期利率 (%)



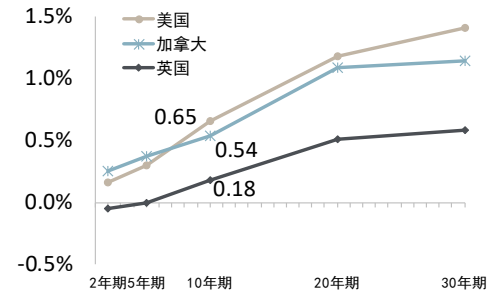
注：欧元区使用德国债券。

资料来源 - 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、环球投资组合顾问委员会、加拿大环球资产管理

英国央行的情况就不一样了，可能第一次有官员表示更愿意接受负利率的想法，不过英国央行强调，负利率并不是要考虑的主要政策选择。下一步将是扩大量化宽松计划。我们预计，欧洲央行本月将采取类似措施，同时更新宏观经济预测，这些预测有可能会显示V型经济复苏预期正在减弱。

尽管各国央行已经在各个方面进入了新的领域，但我们在很大程度上认为，他

## 主权收益率曲线

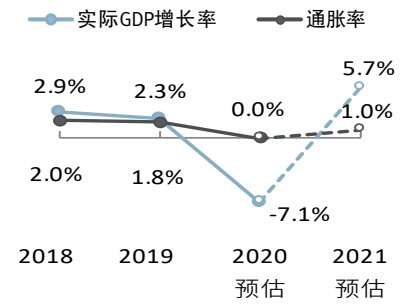


资料来源：彭博社；数据截至2020年5月31日

们仍在坚持已经写好的剧本，而全球复苏的轨迹决定了他们需要揭开新篇章。

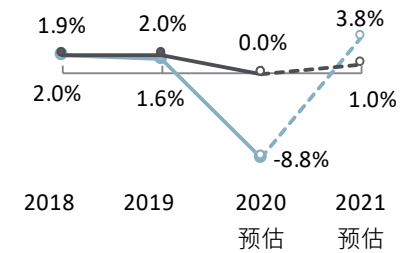
## 美国 - 零售销售暴跌

新冠疫情在5月造成重大损失。申请失业金人数在近10周内最高达到4,000万人。零售销售暴跌16.4%，原因是疫情大流行导致企业倒闭、裁员、让美国民众留在家中。耐用品订单反映了消费者需求和商业投资急剧下滑。《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》(CARES Act)为经济注入了一些积极的动力，出乎意料地推高了市场情绪。



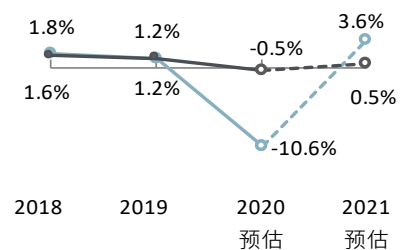
## 加拿大 - 失业率飙升

失业率较之前的数据几乎翻了一番，已攀升至13.0%，一年前曾触及5.4%的历史低点。第一季度GDP年率下降8.1%。第二季度情况将更糟糕，但预计会见底。加拿大央行利用量化宽松措施（金融危机后还没有使用的一种工具），开始每周购买50亿加元的加拿大政府证券。



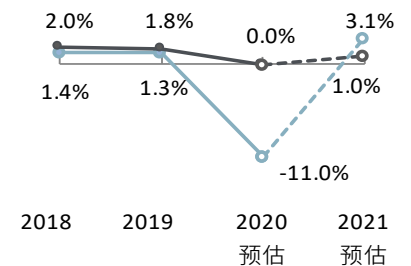
## 欧元区 - 银行承压

5月投资者信心较4月的历史低点略有回升。制造业也有所改善，但仍明显处于收缩区间。第一季度GDP创纪录地下降了3.8%，就业率下降0.3%，这是自2013年以来的首次下降。欧洲央行指出，“深度衰退”给金融体系带来了新的风险，可能给银行带来沉重压力，并削弱其支持经济复苏的能力。



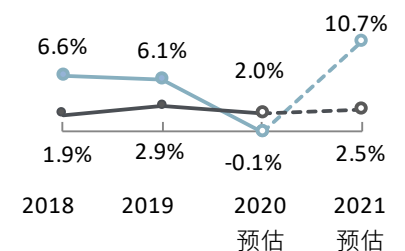
## 英国 - 消费疲软

英国4月零售销售额下降18%，表明第二季度经济可能收缩17%。加拿大皇家银行环球资产管理的数据显示，预计2020年英国经济将收缩7%，由于财政部和英国央行采取干预措施，预计今年下半年将有所回升。制造业和服务业采购经理人指数(PMI)5月向好，但仍处于收缩区间。经济混乱令英国脱欧谈判复杂化。



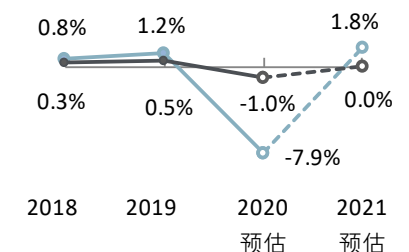
## 中国 - 适度改善

中国的制造业继续回暖，但全球需求还未跟上中国产出的速度。官方制造业PMI从4月的50.8回落到49.4。非制造业PMI明显走强。消费支出和新屋销售均在增长。新车销售回升。消费者信心走低，但企业信息稳定。



## 日本 - 双倍下注

日本央行承诺在先前117万亿日元债券购买计划的基础上再增加117.1万亿日元，以应对经济低迷的影响。另外32万亿日元(占GDP的5.8%)将来自于由同样数额的政府债券发行提供的第二份预算。迄今为止提出的经济刺激方案，预计将为GDP增长贡献0.7个百分点。



资料来源 - 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、全球投资组合顾问委员会、加拿大皇家银行环球资产管理、彭博社普遍预测

# 市场行情

指数 (本币)	价位	1个月	年初至今	12个月
标普500指数	3,044.31	4.5%	-5.8%	10.6%
道琼斯工业平均指数	25,383.11	4.3%	-11.1%	2.3%
纳斯达克指数	9,489.87	6.8%	5.8%	27.3%
罗素2000指数	1,394.04	6.4%	-16.4%	-4.9%
标普/多伦多综合指数	15,192.83	2.8%	-11.0%	-5.3%
富时全股指数	3,363.67	3.1%	-19.8%	-14.3%
欧洲斯托克600指数	350.36	3.0%	-15.7%	-5.1%
欧洲斯托克50指数	3,050.20	4.2%	-18.6%	-7.0%
恒生指数	22,961.47	-6.8%	-18.5%	-14.6%
上证综指	2,852.35	-0.3%	-6.5%	-1.6%
日经225指数	21,877.89	8.3%	-7.5%	6.2%
印度Sensex指数	32,424.10	-3.8%	-21.4%	-18.4%
新加坡海峡时报指数	2,510.75	-4.3%	-22.1%	-19.5%
巴西Ibovespa指数	87,402.60	8.6%	-24.4%	-9.9%
墨西哥Bolsa IPC指数	36,122.73	-1.0%	-17.0%	-15.5%

债券收益率	2020年 5月29日	2020年 4月30日	2019年 5月31日	12个月 变化率
美国2年期国债	0.160%	0.196%	1.922%	-1.76%
美国10年期国债	0.653%	0.639%	2.125%	-1.47%
加拿大2年期债券	0.290%	0.312%	1.429%	-1.14%
加拿大10年期债券	0.534%	0.547%	1.488%	-0.95%
英国2年期债券	-0.043%	0.017%	0.600%	-0.64%
英国10年期债券	0.184%	0.231%	0.886%	-0.70%
德国2年期债券	-0.659%	-0.601%	-0.659%	0.00%
德国10年期债券	-0.447%	-0.185%	-0.202%	-0.25%

大宗商品 (美元)	价格	1个月	年初至今	12个月
黄金(现货美元/盎司)	1,730.27	2.6%	14.0%	32.5%
白银(现货美元/盎司)	17.87	19.3%	0.1%	22.4%
铜(美元/吨)	6,486.50	3.7%	-13.0%	-7.8%
铀(美元/磅)	20.90	-0.5%	-12.6%	-7.7%
原油(WTI现货/桶)	35.49	88.4%	-41.9%	-33.7%
原油(布伦特现货/桶)	35.33	39.8%	-46.5%	-45.2%
天然气(美元/百万英热单位)	1.85	-5.1%	-15.5%	-24.7%
农产品指数	273.20	-0.2%	-12.9%	-10.2%

货币	汇率	1个月	年初至今	12个月
美元指数	98.3440	-0.7%	2.0%	0.6%
加元/美元	0.7259	1.2%	-5.7%	-1.9%
美元/加元	1.3780	-1.2%	6.1%	2.0%
欧元/美元	1.1101	1.3%	-1.0%	-0.6%
英镑/美元	1.2343	-2.0%	-6.9%	-2.3%
澳元/美元	0.6667	2.4%	-5.0%	-3.9%
美元/日元	107.8300	0.6%	-0.7%	-0.4%
欧元/日元	119.7700	2.0%	-1.6%	-1.0%
欧元/英镑	0.8995	3.4%	6.3%	1.7%
欧元/瑞郎	1.0675	0.9%	-1.7%	-4.5%
美元/新加坡元	1.4135	0.3%	5.0%	2.8%
美元/人民币	7.1364	1.0%	2.5%	3.4%
美元/墨西哥比索	22.1761	-8.3%	17.2%	13.0%
美元/巴西雷亚尔	5.3370	-2.7%	32.6%	36.0%

美国股市强劲上涨，原因是很多州开始第一阶段的重重新开放。

全球债券收益率涨跌互现，美国2年期债券收益率更坚挺，英国2年期债券收益率跌入负值区间。

大宗商品价格大体走高，WTI和布伦特原油稳步上涨，报收于每桶30美元上方。

美元指数相对于全球大多数货币表现疲弱，英镑除外，美元兑英镑上涨2.0%。

除巴西Ibovespa指数外，股票回报不包括股息。股票业绩和债券收益率按本币计算。美元指数衡量美元兑其他六种主要货币的表现。货币汇率反映市场常规（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加元相当于0.72美元。加元兑美元的回报-1.9%，表示加元兑美元在过去十二个月中下跌1.9%。美元/日元为107.83，表示1美元可兑换107.83日元。美元兑日元的回报-0.4%，表示美元兑日元在过去十二个月中下跌了0.4%。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行资本市场、彭博社；数据截至2020年5月31日。

# 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。加拿大皇家银行财富管理投资组合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援。其投资咨询委员会委员会利用了加拿大皇家银行投资策略委员会所开拓的广阔的市场前景，以及所提供额外的战略和专题支援，还有加拿大皇家银行资本市场（RBC Capital Markets）和协力厂商资源利用研究。

## 全球投资咨询委员会成员：

Jim Allworth - 联合主席；加皇多美年证券有限公司投资策略师

Kelly Bogdanova - 联合主席；加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问集团美国投资组合分析师

Frédérique Carrier - 联合主席；加拿大皇家银行欧洲有限公司董事总经理、投资策略主管

Mark Bayko, CFA - 加皇多美年证券有限公司投资组合管理主管

Janet Engels - 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国主管

Thomas Garretson, CFA - 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队固定收益高级投资组合策略师

Christopher Girdler, CFA - 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队固定收益投资组合顾问

Patrick McAllister, CFA - 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队股票部加拿大股票投资组合顾问

Alan Robinson - 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国股票投资组合分析师

Michael Schuette, CFA - 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国多资产投资组合策略师

Alastair Whitfield - 加拿大皇家银行欧洲有限公司加皇财富管理不列颠群岛固定收益主管

加拿大皇家银行投资策略委员会，由来自个人，客户为中心的加拿大皇家银行包括投资咨询集团经营单位的资深投资专业人士组成。加拿大皇家银行投资策略委员会建立了广泛的全球投资前景和发展的具体的指导方针来管理投资。本委员会主席由注册金融分析师、加拿大皇家银行环球资产管理首席投资官 Daniel Chornous 担任。

## 全球透视其他作者：

Mark Mahaney - 加拿大皇家银行资本市场有限公司董事总经理、互联网分析师

# 重要披露

## 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。

**非美国分析员披露：**Jim Allworth、Mark Bayko、Christopher Girdler 和 Patrick McAllister 加皇财富管理美国的海外附属公司加皇多美年证券公司的雇员；Frédérique Carrier 和 Alastair Whitfield 加皇财富管理美国的海外附属公司欧洲有限公司的雇员；上述个人未在美国金融业监管机构(“FINRA”)作为研究分析师注册，亦不具有美国金融业监管机构研究分析师的资格；因为他们并非加拿大皇家银行财富管理公司的相关人员，他们可能不受FINRA第2241条规定的制约，此类规定制约与相关公司的通讯、在公众场所出现以及对研究分析师持有账户的股票进行交易。

倘本报告为概要报告(包含六间或以上公司)，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<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。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。

过往投资推荐一览表中列出的推荐名单可能包括加皇财富管理或其附属公司之一所拥有的一个或多个推荐名单或模型投资组合。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)、指导性投资组合：全部资本增长(RL 12)。加皇资本市场的推荐名单包括「策略重点名单」及「基本股票权重」(FEW)投资组合。“RL On”表示某一证券被列入推荐名单的日期。“RL Off”表示某一证券被移出推荐名单的日期。

## 评级分布

就评级分布而言，监管规则规定成员公司不论公司本身的评级类别，而应将评级分为三种评级类型之一——「买入」，「持有/中立」或「出售」。尽管加皇资本市场有限公司的「优选/跑赢」，「与板块持平」及「跑输」评级大致上与「买入」，「持有/中立」及「出售」相符，但意思并不相同，此乃由于我们的评级乃按相对基准厘定(见下表)。

## 加皇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

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[首选及跑赢板块]	755	51.64	220	29.14
持有[与板块持平]	619	42.34	126	20.36
卖出[跑输板块]	88	6.02	11	12.50

未来12个月相对于板块平均表现的看法。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(如下文所述)。

**评级：首选(TP)：**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总回报，具有较好的风险回报率。**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。

**风险评级：**于2013年3月31日，加皇资本市场有限公司取消了其平均与高于平均的风险评级。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。

## 估值和评级与目标价风险

当加皇财富管理于研究报告中就一家公司指定价值时，美国金融业监管局(FINRA)规则及纽约证券交易所(NYSE)规则(已纳入FINRA规则手册)规定描述估值基准及获得此估值的障碍。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已经(或将会)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：<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)，以及加皇投资管理(英国)有限公司(一家投资管理公司，主要办公地点在英国伦敦)。

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。在不限前所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。

## 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。我们基于诚信善意的原则提供这些观点和估测，但不就其承担法律责任。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，对可向其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。在美国，加皇财富管理作为加皇资本市场有限公司的一个部门运营。在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券有限公司。加皇多美年证券有限公司是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成员。®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公司(英伦三岛)：**本出版物由加皇投资管理(英国)有限公司和RBC Investment Solutions (CI) Limited发布。加皇投资管理(英国)有限公司已取得英国金融市场行为监管局授权，并且受其规管(参考编号：146504)。注册办事处：Riverbank House, 2 Swan Lane, London, EC4R 3BF, UK。RBC Investment Solutions (CI) Limited由泽西岛金融监督服务监察委员会规管其在泽西岛的投资业务。注册办事处：Le Gallais Chambers, 54 Bath Street, St Helier, JerseyJE4 8YD；注册公司编号：119162。

**香港居民：**本出版物由加拿大皇家银行香港分行(由香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会规管)、加拿大皇家银行投资服务(亚洲)有限公司发布，后两者也同样受到证券及期货事务监察委员会规管。为澳洲提供的金融服务是遵守适用法规提供。加拿大皇家银行香港分行所提供的金融服务是根据加拿大皇家银行的澳洲金融服务执照(编号：246521)提供。

**新加坡居民：**本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行发布。加拿大皇家银行新加坡分行是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，并未考虑任何收件人的目标，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，您应考虑该等产品对您是否适当。过往业绩不能说明未来表现。若您对本出版物有任何问题，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会就本报告和其在新加坡的发布承担责任。

版权所有©加皇资本市场有限公司2020年 — 纽约证券交易所/美国金融行业监管局/证券投资者保护公司会员

版权所有©加皇多美年证券有限公司2020年 — 加拿大投资者保护基金(CIPF)成员

版权所有©加拿大皇家银行欧洲有限公司2020年

版权所有©加拿大皇家银行2020年

版权所有。

**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。**