

# 全球 透视

## 周刊

## 增长仍在继续

Frédérique Carrier – 伦敦

由于美国急需的新一轮财政刺激摇摆不定，市场再次坐上过山车。我们对经济前景的风险保持警惕，不过我们也解释了未来经济增长路径似乎更加清晰的原因。

### 谈判结束了…不，谈判开始了

本周早些时候美国总统特朗普发布推文，在大选前叫停了旨在支持企业和个人的财政援助谈判，令市场感到震惊。由于投资者寻求债券提供的安全保障，股市出现回落，债券收益率也出现下滑。缺乏支持将会伤害失业者，并可能会让目前有工作的人更加担心失业，抑制他们的消费欲望。

美联储主席鲍威尔在讲话中警告称财政措施不足远大于财政措施过多给经济带来的风险，此后不久特朗普宣布了这一消息。加拿大皇家银行资本市场近期对机构投资者的调查显示，略超过 60% 的受访者认为美国经济全面复苏仍需出台额外的财政刺激措施，近半受访者认为四季度将会出台纾困方案。

经济学家普遍认为需要至少 1 万亿美元的刺激方案。众议院民主党人最近通过了一项 2.2 万亿美元的经济刺激方案，参议院共和党人则提出了一项 6000 亿美元的经济刺激方案，这些都表明了国会谈判立场的分歧。白宫则提出了一项 1.6 万亿美元的议案。

48 小时后特朗普宣布他将就“更好的议案”进行谈判，这是特朗普标志式的变脸。如果这些谈判不能在 11 月初的

选举前取得成果，民主党赢得总统职位并控制参众两院的蓝色浪潮很也许是实施刺激措施的最快途径，而分裂的国会可能会导致更多僵局，也不可能实现实质性的和解。

### 尚未结束，但未来路径更加清晰

当前美国的财政拖累较大，联邦政府的月度支出已比 4 月减少约 2000 亿美元，当时联邦政府向居民发放了一次性支票，失业补助金也最为慷慨。此外美国各州的支出也受到限制，因为大多数州都按照平衡预算的要求运作，由于政府收入受到危机的影响，支出也受到抑制。

尽管缺乏新一轮的财政刺激，全国也都忙于应对与新冠肺炎感染率飙升，夏季结束之后美国经济并未出现萎缩。人们适应危机的能力，以及迄今为止的某些不利因素对经济的影响证实比起初担心的要小均为第三季度的经济表现提供支撑。

### 市场脉搏

- 3 美国科技股摆脱监管言论影响
- 3 加拿大消费支出处于上升轨道
- 4 欧盟和英国银行股表现突出，但仍存挑战
- 4 新加坡为最后阶段解封做好准备

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 10 月 8 日美国东部标准时间收盘价 (美元) 为准 (除非另有说明)。

请参阅第 6 页，了解重要和必须的非美分析师披露。

制作：美国东部时间 2020 年 10 月 8 日 15:25；传播：美国东部时间 2020 年 10 月 8 日 16:50



财富管理

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。

尤其是，加拿大皇家银行环球资产管理表示信贷违约率可能最终会低于全球金融危机时期的水平。银行似乎对它们为商业贷款和住宅房地产拨备的信贷损失愈加放心，实际损失依然相当小。

加拿大皇家银行环球资产管理有限公司的首席经济学家 Eric Lascelles 指出，美国延期还贷的抵押人比例 (7%) 比几个月前的危机高峰时 (8%) 略低。加拿大出现了更为明显的改善，只有 6% 的加拿大抵押贷延期还贷，而在金融危机高峰时期这一比例高达 16%。

此外，美国和加拿大房价持续上涨为陷入困境的居民创造了退出机会，因此止赎的抵押贷款可能仅占一小部分。由于受到失业率和移民数量减少的影响，未来两国的房地产市场很可能会陷入低迷。不过 Lascelles 暗示这种情况可能会大幅滞后，为已经顺利应对诸多财政和信贷挑战的美国和加拿大经济留出更好应对的时间。

## GDP 数据上调

鉴于三季度经济表现较好，加拿大皇家银行环球资产管理最近上调了对 2020 年美国 and 加拿大经济增长的预测。Lascelles 目前认为美国经济可能会萎缩 3.5%，远低于此前估计的数字 -6%。加拿大经济可能会萎缩 5.2%，而不是他原先预计的令人更加痛苦的 7%。

美国和加拿大都可能比此前的预期更早恢复到 2019 年时的峰值，美国有可能最早会在 2021 年底时恢复。

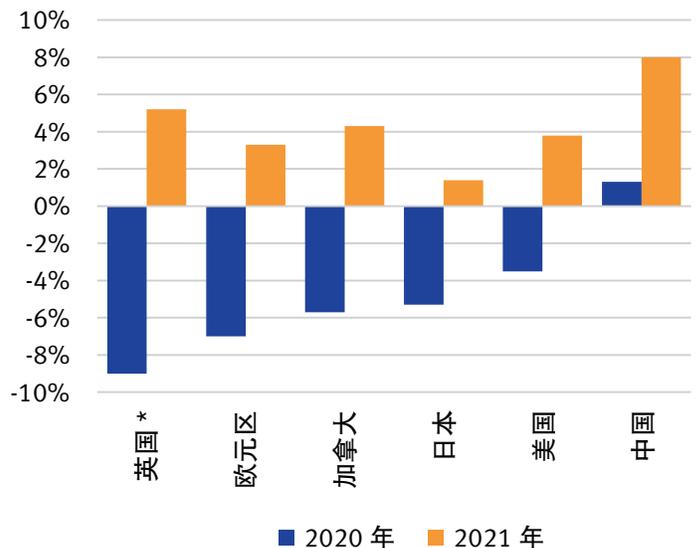
加拿大总理特鲁多在最近的施政报告中概述了政府的议程，承诺通过扩大对小企业的紧急援助、将工资补贴计划延续至 2021 年夏季并扩大就业保险计划，提供更多联邦资助。

鉴于今年最后一个季度前后风险较高，这些最新的 GDP 预测仍可能面临调整。毕竟当前感染率激增可能会比预期的更加令人痛苦不堪。不过虽然也许经济增长差强人意，我们预计不会出现双底衰退。采购经理人指数等经济活动指标大多处于扩张区间。应当承认的是这些指标不再逐月上升，意味着“轻松”复苏的阶段可能已经结束。

Lascelles 并不是唯一上调预测的人。国际货币基金组织 (IMF) 最近宣布，2020 年全球经济的表现将好于最初在疫情高峰

## 全球 GDP 增长预测

年度百分比变化



\* 对英国来说，2021 年 GDP 反弹幅度将取决于脱欧谈判的结果。

资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理；数据截至 2020 年 10 月 5 日

期作出的预测。不过 IMF 总裁 Kristalina Georgina 随后补充说，“灾难远未结束。”

## 利用波动性

在 9 月股市回调后，我们对全球股票的配置已由适度减持上调为中性。

由于主要央行对超低利率政策难以改变的承诺、财政支持以及控制新冠肺炎病毒逐步取得进展，我们预计未来 12 个月全球经济将会逐渐正常化。随着全球经济复苏，企业业绩也将有所好转。美国股市似乎估值偏高，但在利率极低的环境下并非不合情理。



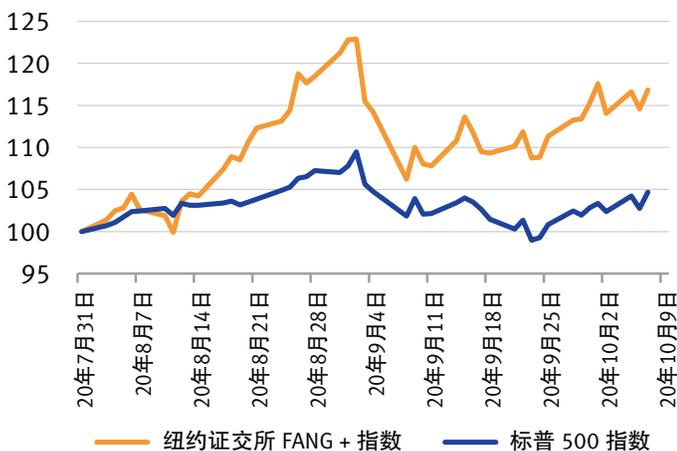
## 美国

Alan Robinson – 西雅图

- 2020年三季度财报季开始前通常会是一周，股市在震荡中小幅上扬。投资者对首批业绩报告翘首以盼，主要银行将于10月13日首先公布业绩，**刺激方案谈判、民意调查和有关疫苗的新闻焦点的共同作用造成了股市震荡。**
- 财报周开始前**市场普遍预测三季度标普500指数营收和每股收益将分别同比下滑4%和22%，较二季度的9%和32%的同比降幅有所改善。**多少令人感到意外的是，预计2020年54%的标普500公司(按市值衡量)每股收益将高于2019年。每股收益有所增长的股票主要来自科技板块，这一点应该不那么令人意外。
- 科技股盈利前景乐观似乎解释了它们持续跑赢大市的原因(参见图表)。不过，我们注意到2021年可能会开始出现监管阻力。彭博社的报道称**众议院民主党人正在推进反垄断改革，这可能会使得拆分大型科技平台更加容易。**David Cicilline(罗德岛民主党人)表示，他的反垄断小组调查证实了谷歌(GOOG)、苹果(AAPL)、亚马逊(AMZN)和Facebook(FB)正在滥用它们的市场力量阻碍竞争。Ken Buck(科罗拉多州共和党)表示赞同，但对较为激进的提议泼了一盆冷水。

## 科技股摆脱监管言论影响并再现魔力

相对涨跌幅



纽约证交所 FANG+ 指数由 10 只交易频繁的大型科技股组成。

资料来源: Refinitiv、加拿大皇家银行财富管理; 以 2020 年 7 月 31 日为 100; 数据截至 2020 年 10 月 7 日

- 本周关税问题成为人们关注的新闻焦点。《金融时报》的报道称随着上诉的最后期限临近，**最近包括可口可乐、迪士尼和福特 (Ford) 在内的 3500 多家公司就美国政府对****中国加征关税提起诉讼。**这些抱怨提到关税在何种程度上增加了进口成本，另外值得注意的是各行各业的广泛参与。国际贸易法庭 (International Trade Court) 将决定如何审理这些案件，不过我们认为来自商业游说团体的反抗力度也许提出了反思关税影响范围的必要性。



## 加拿大

Sayada Nabi 和 Carolyn Schroeder – 多伦多

- 6 月和 7 月国际贸易往来大幅反弹，因此一向波动较大的国际贸易数据在未来出现更大波动也就不足为奇了。**8 月加拿大出口额 (考虑到价格变化) 较 2 月下近 8%，同期进口则下滑了 3.5%。**新冠肺炎疫情导致的经济动荡对其中某些部门的影响较大。8 月出口减少在某种程度上是由于相比异常强劲的 7 月汽车产量有所下降。农产品出口成为例外，较 2 月增长 13%。加拿大皇家银行经济研究部认为，**经济活动最初的反弹在很大程度上是由于疫情相关的限制措施放宽，这种提振效果基本上已经不复存在。**预计后续经济复苏将会更加平缓，最近几周病毒加速传播意味着新一轮的全球限制措施仍对经济复苏构成威胁。
- **加拿大皇家银行经济研究部的数据显示加拿大支出正处于上升轨道，只有少数迹象显示消费者信心出现了二次担忧。**尽管秋季时尚和娱乐消费提振了加拿大的总体消费支出，旅游相关消费减少却将其拉向相反方向。截至 9 月中旬消费支出增长 5%，其中零售商品的贡献最大，服装、礼品和珠宝的销售额同比增长 1.5%。居家时间增多导致家庭娱乐支出也有所增加，这并不令人感到意外。尽管书籍和音乐方面的支出仍低于 2019 年的水平，但自 3 月低点以来已有显著增长。正如之前提到的，旅游业并未像零售业那样获得同样的支持，汽车租赁和住宿支出也随着气温下降而下滑。夏季高峰期旅游购物同比减少 60%，虽然在 7 月底和 8 月有所回升，但随着天气转凉，旅游购物开始再次减少。



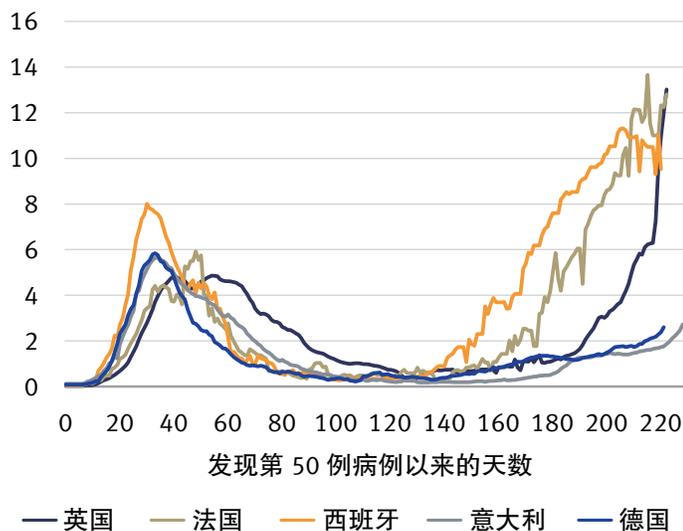
## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **本周欧洲和英国股市小幅上涨。**包括银行股在内的，今年滞后板块表现突出，科技和医疗保健板块此前表现优异的股票则受到获利回吐的困扰。
- 尤其值得一提的是，涵盖欧陆银行的**欧洲斯托克银行股指数年初迄今跌幅超过 40%**，当前市净率处于 0.4 倍的低迷水平。该板块受益于预期主权风险降低，而意大利和德国 10 年期债券收益率息差回落至疫情前低点，以及**行业进一步整合的前景**就是例证。但考虑到**欧洲收益率曲线持平**，以及第二波新冠肺炎感染对经济影响的担忧，涨势可能会难以为继。
- **英国银行股的市盈率也同样较低**，尽管本周迄今表现不错，但仍比 1 月时的水平低 50%。除了受到疫情对经济的影响以及对英国脱欧潜在影响的担忧，该行业还受到行业监管机构禁止在 2020 年发放任何股息的影响。**二季度英国股息同比减少超过 55%**，其中有一半是由于金融行业公司取消和暂停派息。

新冠肺炎每日新增病例 7 日移动均值

单位：千



资料来源：彭博社、加拿大皇家银行资本市场；数据截至 2020 年 10 月 7 日

- **新冠肺炎病例持续增加**，过去两周英国新增病例翻了一番，每天新增约 1.4 万例，法国则创出历史新高，每日新增近 1.9 万例。更多限制措施已在讨论和实施之中。我们认为**这也许会削弱四季度的经济增长**，今年秋季**央行进一步出手干预的可能性上升**。



## 亚太区

Jasmine Duan – 香港和 Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

- 本周**亚太股市走高**，中国股市则因国庆假期休市。其中**澳大利亚股市领涨**。由于**政府承诺斥资数十亿澳元**将经济拉出新冠肺炎疫情导致的历史性衰退泥潭，ASX 200 指数有望实现自 4 月中旬以来的最高周回报率。
- **日本央行行长黑田东彦警告称**，由于新冠肺炎疫情继续给全球经济增长带来阵痛，**日本经济和通胀前景的不确定性依然“非常高”**。黑田东彦预计日本经济在摆脱严重低迷后将会走向温和复苏。我们预计日本央行将继续按兵不动，进一步的支持可能会来自菅义伟（Suga）政府新推出的新一轮财政宽松政策。
- **新加坡政府出台了一系列新措施，帮助企业和居民过渡到新常态**。当局将在未来几周公布最后阶段解封的计划，届时可能会放松对社交聚会和大型活动的限制。政府针对借款人的支持措施将再延长 6 个月。这些变化有望缓解人们对银行体系潜在负面后果的担忧。另外，**新加坡正寻求与其它被认为安全的国家或地区形成“航空旅行保护罩”**，以期重振新加坡的航空枢纽地位，恢复通航。尽管越来越多关于解封计划的消息对航空部门的短期信心起到提振作用，需要提醒的是，在新冠肺炎疫情疫苗得到广泛使用之前需求的回升或许是有限的。
- 彭博社报道称，由于担心数字支付平台威胁国家安全，**特朗普政府正在研究对蚂蚁集团旗下的支付宝和腾讯控股旗下的微信支付的扩张实施限制**。华盛顿和北京之间不断升级的紧张关系可能会给蚂蚁金服 IPO 蒙上阴影（报道中指出可能会成为史上规模最大的 IPO）。



## 市场行情

数据截至 2020 年 10 月 8 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	3,446.83	2.5%	6.7%	19.1%	19.5%
道琼斯工业平均指数	28,425.51	2.3%	-0.4%	8.6%	7.3%
纳斯达克指数	11,420.98	2.3%	27.3%	46.0%	47.6%
罗素 2000 指数	1,628.55	8.0%	-2.4%	10.6%	-0.1%
标普 / 多伦多综合指数	16,534.54	2.6%	-3.1%	1.5%	3.7%
富时全股指数	3,356.09	2.2%	-20.0%	-14.3%	-15.7%
欧洲斯托克 600 指数	368.31	2.0%	-11.4%	-2.7%	-1.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,255.76	1.9%	-13.1%	-5.2%	-1.6%
恒生指数	24,193.35	3.1%	-14.2%	-6.6%	-7.7%
上证综指	3,218.05	0.0%	5.5%	10.5%	18.5%
日经 225 指数	23,647.07	2.0%	0.0%	9.5%	-0.6%
印度 Sensex 指数	40,182.67	5.6%	-2.6%	7.1%	16.6%
新加坡海峡时报指数	2,543.11	3.1%	-21.1%	-18.3%	-20.1%
巴西 Ibovespa 指数	97,919.70	3.5%	-15.3%	-2.1%	13.7%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,404.05	2.5%	-11.8%	-9.7%	-20.1%
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)	1,893.70	0.4%	24.8%	25.8%	59.4%
白银 (现货美元 / 盎司)	23.84	2.6%	33.5%	34.4%	65.9%
铜 (美元 / 吨)	6,666.25	0.0%	8.4%	18.2%	8.0%
原油 (WTI 现货 / 桶)	41.19	2.4%	-32.5%	-21.7%	-44.6%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.43	6.1%	-34.2%	-25.4%	-48.2%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.64	4.4%	20.5%	15.3%	-19.3%

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	0.772%	8.8	-114.6	-75.7	-246.1
加拿大 10 年期债券	0.610%	4.9	-109.2	-66.9	-199.0
英国 10 年期债券	0.289%	6.0	-53.3	-12.7	-138.5
德国 10 年期债券	-0.523%	-0.1	-33.8	7.1	-105.2
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	1.22%	-0.3%	6.4%	6.0%	18.7%
美国投资级企业债券	2.02%	-0.1%	6.5%	7.1%	23.1%
美国高收益企业债券	5.42%	1.0%	1.6%	4.8%	11.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.5930	-0.3%	-2.9%	-5.6%	-2.3%
加元 / 美元	0.7576	0.9%	-1.6%	1.0%	-1.8%
美元 / 加元	1.3199	-0.9%	1.6%	-0.9%	1.8%
欧元 / 美元	1.1758	0.3%	4.9%	7.3%	2.3%
英镑 / 美元	1.2932	0.1%	-2.5%	5.8%	-1.2%
澳元 / 美元	0.7165	0.0%	2.1%	6.5%	1.2%
美元 / 日元	106.0300	0.5%	-2.4%	-1.0%	-6.4%
欧元 / 日元	124.6700	0.8%	2.4%	6.3%	-4.2%
欧元 / 英镑	0.9092	0.2%	7.5%	1.4%	3.6%
欧元 / 瑞郎	1.0785	-0.1%	-0.7%	-0.9%	-5.4%
美元 / 新加坡元	1.3584	-0.5%	0.9%	-1.7%	-1.8%
美元 / 人民币	6.7908	0.0%	-2.5%	-4.9%	-2.0%
美元 / 墨西哥比索	21.3955	-3.3%	13.0%	9.0%	13.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5905	-0.3%	38.7%	48.0%	47.9%

资料来源：彭博社。注：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。数据截至 2020 年 10 月 8 日格林尼治时间晚上 8:35。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.75，表示 1 加元可兑换 0.75 美元。加元兑美元的回报为 -1.6%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 1.6%。美元 / 日元为 106.03，表示 1 美元可兑换 106.03 日元。美元兑日元回报为 -2.4%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 2.4%。

## 作者

## Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

## Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

## Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

## Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

## Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

thomas.mcgarritty@rbccm.com; RBC Europe Limited

## Jasmine Duan – 中国香港

jasmine.duan@rbc.com; RBC Investment Services (Asia) Limited

## Nicholas Gwee, CFA – 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; Royal Bank of Canada, Singapore Branch

## 信息披露和免责声明

## 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。

**非美国分析员披露：** Sayada Nabi 和 Carolyn Schroeder 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行多美年证券公司的雇员；Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity 是加拿大皇家银行美国财富管理公司的外国关联公司加拿大皇家银行投资管理（英国）有限公司的雇员；Jasmine Duan 是加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司的雇员；以及 Nicholas Gwee 是加拿大皇家银行新加坡分行的雇员；对本出版物的编写提出意见。上述人士并非于美国金融业监管局（「FINRA」）注册或符合资格的研究分析员，由于他们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（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 <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。

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）及指导性投资组合：所有市值增长（RL 12）。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司建议名单包括「策略重点名单」和「基本股票加权」（FEW）资产组合。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。

## 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（见下表）。

## 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。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）。

评级分布—加皇资本市场有限公司股票研究  
截至 2020 年 9 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[首选及跑赢板块]	788	52.96	248	31.47
持有[与板块持平]	619	41.60	135	21.81
卖出[跑输板块]	81	5.44	11	13.58

## 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。**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述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、ADV 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)，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)。

#### 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 © 加皇资本市场有限公司 2020 年 - 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 © 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

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。**