

# 全球 透视

## 周刊

## 通胀担忧或被夸大

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

美国通胀担忧一直都比实际通胀更为持久，由于美国数据显示发生通胀的可能性仍微乎其微，目前也还是这种情况。不过就算通胀成为现实，全球负收益债券存量不断膨胀也可能会再次打压收益率。

除了对美国第二轮财政刺激方案陷入僵局的持续担忧，以及全球新增新冠肺炎病例不断增加带来新一轮的针对性封锁措施之外，通胀风险和担忧似乎仍是投资者心目中最重要的问题。尽管十多年来全球大部分地区的通胀率均低于平均水平，赤字不断上升、巨额财政支出以及各国央行的努力或许可以说明这种担忧是合理的，但对于固定收益投资者而言，我们仍认为通胀并非短期或中期问题。

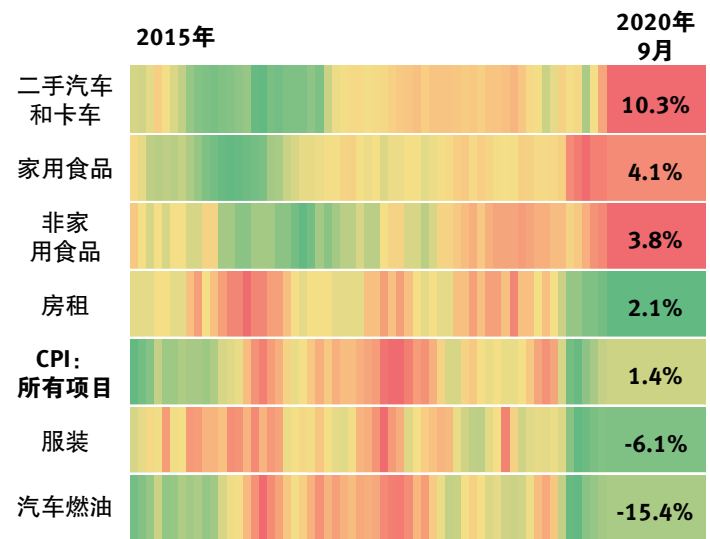
或许全球收益率仍接近历史低位只是放大了这些担忧。现在的误差范围比以往任何时候都小，因为通胀很容易就会开始侵蚀这些回报。

### 世界上还有其它力量发挥作用

本周美国公布了从消费者到生产商的一系列价格数据，以及对价格压力的定性调查，其中的主要结论是似乎并不存在通胀压力。

第一张图表意在捕捉消费物价指数(CPI)中主要类别的近期价格趋势。正如许多人猜测的那样，过去五年食品价格(无论是国内还是国外)处于最高水平。过去几个月二手车价格一路飙升，在9月的报告中同比上涨10.3%，这不仅是近年来的最高速度，也是自20世纪60年代以来的最高速度。供应不足向来都是罪魁祸首，生产中断导致新车销售疲软，

### 通胀趋势：哪儿热？哪儿冷？



图表显示过去五年消费物价指数(CPI)的月度同比百分比变化。色标反映每个类别相对于五年均值通胀有所上升(红色)或下降(绿色)。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2020年9月

### 市场脉搏

- 3 财报季伊始美国股市平稳
- 3 9月加拿大新增37.8万个工作岗位
- 4 欧洲经济迎来最新防疫措施
- 4 香港和新加坡将启用“旅游防护罩”

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年10月15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15日17:47；

传播：美国东部时间2020年10月15日17:55



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。

意味着可供交易的二手车减少。事实上如果将二手车从9月消费物价指数报告中剔除，消费物价指数实际上略有下降，而不是报告中的上升0.2%。

但这些要素在CPI中处于相对次要的地位。食品支出约占14%，二手车、服装和汽车燃料支出则约占2.7%。在CPI指数中占约33%的租金和住房支出在疫情爆发后明显减速，同比增速由去年的逾3%降至2.1%。的确，房价上涨在很大程度上是由于对居家工作的需求增加，但高失业率和经济持续遭到破坏很可能会继续压低这个比例。

正如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最近所言：“对于那些认为我们即将面临通胀大幅上升的人来说，有必要重复一遍：在商品价格受到全球力量压制的情况下，很难证明核心通胀会强劲、持久得多。”加拿大皇家银行经济研究部预计明年的整体通胀率和核心通胀率（不含食品和能源）仅为1.7%，仍远低于美联储2%的目标，也仅与今年的预期通胀率持平。

此外，迄今为止的所有支出刺激（或者也许是维持）措施可能大部分并未进入经济领域。纽约联储最近的一项调查发现，美国居民在非必需品上的支出仅占8%，在必需品上的支出仅占18%，其中大约35%被用于储蓄和偿还债务，其余4%用于慈善捐款。如果出台第二轮刺激计划，预计消费者的支出会更少，因为支票金额中的45%都可能会被用于储蓄。需求推高通胀的风险似乎仍将受到抑制，而本周公布的生产者价格数据显示核心价格仅较上年同期上涨1.2%。

### 根据通胀率投资

虽然通胀风险上升会侵蚀当前的收入和储蓄，投资者往往也会担心利率飙升压低债券价格。不过本周再次提醒人们，全球收益率仍维持下行方向不变。

### 全球负收益率债券总额接近历史新高



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2020年10月14日

如上图所示，负收益率债券的全球存量猛增，在此过程中再次接近创纪录新高，周末欧洲央行官员暗示需要采取更多行动应对持续低通胀，包括进一步下调负政策利率这个选项。与此同时，尽管我们认为短期内使用负利率工具的可能性仍相对较低，英国央行官员调查了各家银行在实施负利率时的运营准备情况。我们仍认为美国基本上不可能实行负利率。

对美国投资者而言，尽管我们认为另一轮财政刺激计划对支持经济复苏大有帮助，并有可能小幅推高收益率，低通胀和全球经济动态几乎肯定会成为抵消因素。最终的结果也许是收益率暂时停留在当前水平。现金依然不会产生任何收益，我们仍支持将手头的资金进行投资，同时在美国总统大选前后寻找潜在波动，在低收益率环境中采取积极行动。

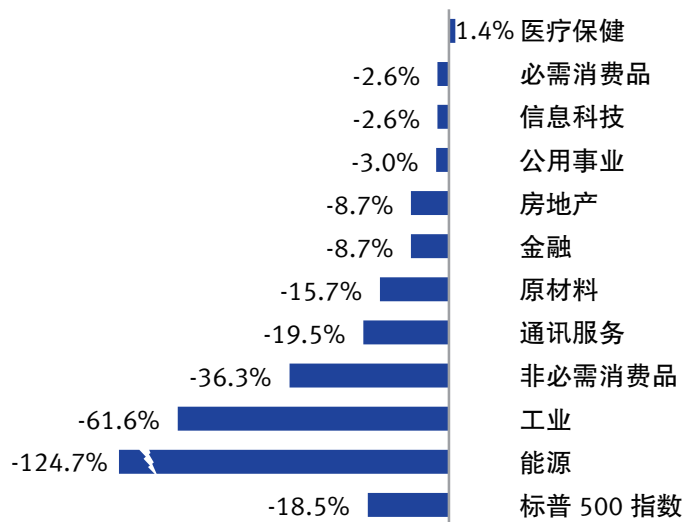


## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周美国股市大体平稳**，以科技和医疗保健股为主要成份股的纳斯达克指数再度领先。纳斯达克指数是本周唯一涨幅超过 1% 的美国主要股指。其它主要股指略有走低，标普 500 指数小幅领先道琼斯工业股票平均价格指数，涨幅或跌幅均未超过 0.3%。本周罗素 2000 指数基本持平。**通信服务、信息技术和消费板块明显领先**。走势滞后的包括房地产、医疗保健、金融和原材料板块。
- 随着摩根大通公司公布季度财报，**财报季于周二拉开序幕**。尽管迄今为止金融和医疗保健公司公布的财报强劲，市场初步反应平淡。从公布业绩报告前市场走高以及公布业绩报告后市场的反应可以看出，进入季末时买方预期显然远高于卖方预期。在财报季到来之际，市场预期进一步凸显了这种反应。**截至 6 月 30 日，市场对三季度业绩的普遍预期是同比萎缩 24.3%。此后这个数字大幅缩小，降至 -18.5%**，相当于提高了 580 个基点。尽管预期

尽管预期大幅萎缩，数据上调仍成为近期股市推动因素  
2020 年三季度标普 500 盈利预测



注：能源由于数据极端被截断  
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 10 月 15 日

仍为负面，但 580 个基点从数字来看有非常明显的改善，也是 6 月 30 日以来市场表现的较大推动因素之一。根据 FactSet 的普遍预测，本季度业绩增长最快的包括医疗保健、必需消费品和信息技术等行业。预期最糟的则包括能源、工业和非必需消费品等行业。

- **本周公布的经济数据好坏参半并倾向于负面**，初请失业金人数增加 89.8 万人，远高于预期的 82.5 万人，也是 8 月中旬以来最糟糕的单周数据。此外帝国州制造业指数比预期的更糟；不过费城联储制造业指数却逆势而动，远高于普遍预测。



## 加拿大

Luis Castillo 和 Ryan Harder – 多伦多

- 根据加拿大统计局的报告，**9 月加拿大经济新增 37.8 万个工作岗位，令人印象深刻**，轻松超出预期的 15 万个。透过表象可以看出这份报告乎基本面良好，因为增加的工作岗位大多（33.4 万个）属于全职就业，尽管劳动参与率高出约 40 个基点，达到 65% 的水平，**失业率由 10.2% 降至 9.0%**。这说明在经济重启后就业市场连续数月的强劲增长得以延续。加上一系列的财政刺激措施，使得可支配收入增加，消费者支出大幅反弹。当前全职和兼职就业率均处于疫情爆发前 5% 的水平之内，全国各地重新出现新冠肺炎病例已经导致再次实施疫情相关的限制措施，**人们开始怀疑这种趋势能否持续**。
- 尽管今秋以来其它经济数据均有所放缓，**加拿大楼市仍成为整体经济的热点**。由于总体经济前景不确定且风险资产遭到抛售，导致春季房屋销售放缓直至陷入停滞，在加拿大经济逐步重启的同时大量被压抑的需求也在数据中得以体现。目前**加拿大大多数地区的物价也出现同比上涨**。MLS 房价指数显示 9 月全国房价较上年同期涨幅超过 10%。随着抵押贷款延后期结束和政府缩减直接刺激措施，我们认为未来几个季度楼市作为加拿大经济的关键地位将面临严峻考验。



## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

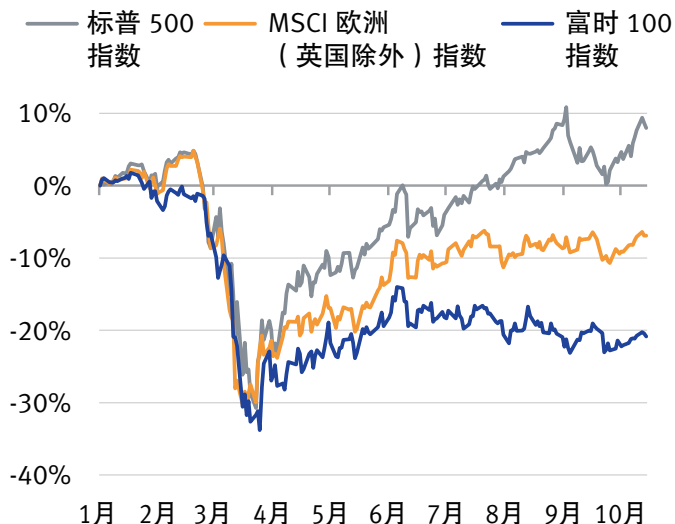
- **本周欧洲股市举步维艰**，欧洲斯托克 600 指数 (不含英国) 和富时全股指数均因**实施新冠肺炎相关限制措施**而出现回落。法国宣布在晚上 9 点后对 9 个大城市实行至少 6 周的宵禁，涵盖 2000 万的人口；荷兰实行至少四周局部性但严格的封锁，包括关闭酒吧、餐馆和咖啡馆；德国正在考虑实施新的社交限制。英国也加强了区域性限制措施，同时考虑在秋季学校放假期间启用为期两周的全国性“熔断机制”。
- **对欧洲大陆来说，新的限制措施将阻碍经济复苏**，而且今年夏末已经出现了停滞的迹象。加拿大皇家银行资本市场将四季度 GDP 增长预期下调为季度环比萎缩 0.7%，低于普遍预测水平。在 7500 亿欧元的欧盟救助计划和各国进一步财政努力的推动下，**我们认为将有望在 2021 年初恢复经济增长**。
- 至于英国，这个国家正在等待没完没了的**脱欧谈判**结果，后果尚不明朗。由于英国政府的野心已经大幅调低，理论上有可能达成协议，尽管这涉及与该国最大出口市场的贸易摩擦。虽然也许看似没有吸引力，但它将为以后打下基础，并有助于解决不可避免的分歧。如果谈判失败，英国不仅将不得不恢复采用世界贸易组织的基本条款，而且长达四年的谈判无果而终，由此招致的尖刻批评将在长达数月的时间里使英国与其最亲密邻国的关系困难重重。**短期经济前景缺乏吸引力体现在英国股市的相对估值中**，按多个指标衡量均已处于 10 多年来的最低水平。



## 亚太区

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

- **中国内地和香港股市本周开局强劲**，中国股市已在国庆黄金周假期结束后恢复交易。
- **假日期间共接待国内游客 6.37 亿人次，恢复至去年水平的 79%**。不过 4.67 亿元的旅游业收入同比下滑 30%。

英国脱欧和新冠肺炎疫情限制措施令欧股承压  
年初至今涨跌幅

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 10 月 15 日

新冠肺炎疫情使得本地游、城市周边旅游和省内旅游成为首选。**长途旅行需求未能实现预期的改善**，部分原因是对学生出省游的限制，这也导致一线城市酒店入住率上升。

- **9 月中国消费物价指数同比上涨 1.7%**，低于 8 月 2.4% 的涨幅，也低于普遍预测的 1.9%。我们认为数据显示经济正在复苏，但不会一帆风顺。消费需求要恢复到新冠肺炎疫情爆发前的水平还有很长的路要走。
- 周四中国电子商务巨头**阿里巴巴** (9988 HK) 创下一个月来**最大单日跌幅**。路透社的一篇文章报道称美国国务院提交了一份提案，将阿里巴巴旗下的蚂蚁集团加入贸易黑名单。美国国务院在报告中没有对此事发表评论。彭博社的报道称蚂蚁集团将在上海和香港同时进行首次公开募股，预计将筹资 350 亿美元。蚂蚁金服对该报道未予置评。
- **香港和新加坡已同意在数周内**在两地间启用“**旅游保护罩**”。该安排取消了对这两个地区居民的检疫要求，并要求旅客证明他们的新冠肺炎检测呈阴性。周四香港上市公司**国泰航空** (293 HK) 一度上涨 7.8%，创下七周多以来的最大涨幅。



## 市场行情

数据截至 2020 年 10 月 15 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	3,483.34	3.6%	7.8%	16.3%	26.6%
道琼斯工业平均指数	28,494.20	2.6%	-0.2%	5.4%	12.8%
纳斯达克指数	11,713.87	4.9%	30.6%	43.8%	57.6%
罗素 2000 指数	1,638.88	8.7%	-1.8%	7.6%	5.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,501.03	2.4%	-3.3%	0.5%	7.1%
富时全股指数	3,286.96	0.1%	-21.7%	-17.5%	-14.8%
欧洲斯托克 600 指数	362.91	0.5%	-12.7%	-7.9%	1.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,192.69	0.0%	-14.8%	-11.3%	-0.6%
恒生指数	24,158.54	3.0%	-14.3%	-8.8%	-5.1%
上证综指	3,332.18	3.5%	9.2%	11.4%	29.8%
日经 225 指数	23,507.23	1.4%	-0.6%	5.9%	5.5%
印度 Sensex 指数	39,728.41	4.4%	-3.7%	3.2%	13.9%
新加坡海峡时报指数	2,523.62	2.3%	-21.7%	-19.0%	-17.1%
巴西 Ibovespa 指数	99,054.10	4.7%	-14.3%	-5.2%	18.8%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,059.23	1.6%	-12.6%	-12.0%	-20.3%
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)	1,907.64	1.2%	25.7%	28.8%	55.5%
白银 (现货美元 / 盎司)	24.25	4.4%	35.9%	39.3%	65.1%
铜 (美元 / 吨)	6,702.50	0.5%	9.0%	16.8%	6.3%
原油 (WTI 现货 / 桶)	40.96	1.8%	-32.9%	-22.4%	-42.9%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.17	5.4%	-34.6%	-26.5%	-46.6%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.78	10.0%	27.0%	18.9%	-14.3%

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	0.736%	5.2	-118.2	-103.5	-242.0
加拿大 10 年期债券	0.568%	0.7	-113.4	-99.6	-193.4
英国 10 年期债券	0.180%	-4.9	-64.2	-51.4	-143.0
德国 10 年期债券	-0.610%	-8.8	-42.5	-19.3	-111.3
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	1.18%	0.1%	6.9%	7.4%	19.2%
美国投资级企业债券	1.95%	0.7%	7.4%	9.1%	24.1%
美国高收益企业债券	5.24%	1.6%	2.2%	4.8%	12.0%

货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.8010	-0.1%	-2.7%	-4.6%	-1.3%
加元 / 美元	0.7564	0.8%	-1.7%	-0.2%	-1.8%
美元 / 加元	1.3220	-0.7%	1.8%	0.2%	1.8%
欧元 / 美元	1.1709	-0.1%	4.4%	6.1%	1.1%
英镑 / 美元	1.2901	-0.1%	-2.7%	0.9%	-1.9%
澳元 / 美元	0.7094	-0.9%	1.0%	5.0%	-0.5%
美元 / 日元	105.4300	0.0%	-2.9%	-3.2%	-5.7%
欧元 / 日元	123.4500	-0.2%	1.4%	2.8%	-4.6%
欧元 / 英镑	0.9076	0.1%	7.3%	5.2%	3.1%
欧元 / 瑞郎	1.0707	-0.8%	-1.4%	-2.8%	-6.3%
美元 / 新加坡元	1.3600	-0.4%	1.0%	-0.8%	-1.2%
美元 / 人民币	6.7254	-1.0%	-3.4%	-5.0%	-2.8%
美元 / 墨西哥比索	21.2864	-3.7%	12.5%	10.6%	13.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.6167	0.1%	39.4%	48.6%	50.3%

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 15 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。加元兑美元回报为 -1.7%，表示年初至今加元兑美元下跌 1.7%。美元 / 日元为 105.43，表示 1 美元可兑换 105.43 日元。美元兑日元回报为 -2.9%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 2.9%。

## 作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯  
tom.garretson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯  
benjamin.graham@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Luis Castillo – 加拿大多伦多  
luis.castillo@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Ryan Harder – 加拿大多伦多  
ryan.harder@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Frédérique Carrier – 英国伦敦  
frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦  
thomas.mcgarrity@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：** Luis Castillo 和 Ryan Harder 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持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	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、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)，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。**