

全球 透视

周刊

美国大选与市场问题

对欧洲和英国意味着什么？

Frédérique Carrier – 伦敦

全世界都无法忽视美国大选，这不仅是因为它看起来像是一部 Netflix 大戏。其结果将影响美国的贸易、外交和监管政策。本期我们探讨它对欧盟、英国以及投资组合策略的影响。

美国和欧盟：密切联系

用欧盟委员会的话说，美国和欧盟之间的历史、文化和政治联系形成了“世界上最大、最具双边性质的贸易和投资关系”。这种跨大西洋关系的重要性不容低估。

美国和欧盟长期以来都是彼此最大的贸易伙伴，在英国抛弃欧盟后也依然如此。根据美国国会研究服务部 (Congressional Research Service) 的数据，2018 年 EU27（欧盟 27 国，即不含英国的欧盟）向美国出口了 5660 亿美元的商品和服务，约占其出口总额的 20%，占其 GDP 的近 4%。与此同时，同期美国向 EU27 出口了价值 4330 亿美元的商品和服务，占美国 GDP 的近 2%。

但两者的关系远远超出贸易范畴。跨大西洋的外国直接投资规模巨大。即使英国脱离欧盟，美国和欧盟仍将互为最大的外国直接投资来源地和目的地。

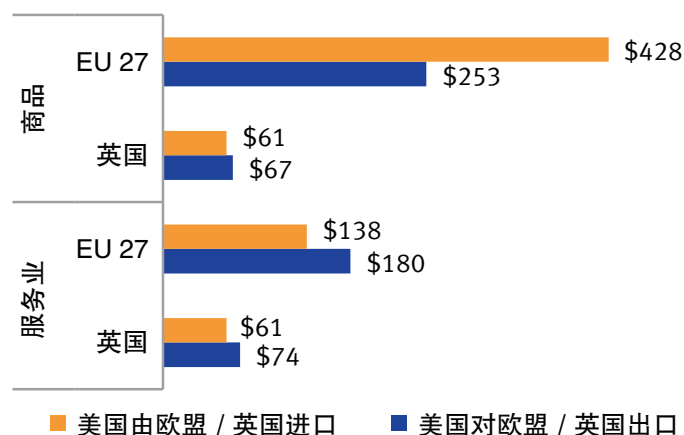
因此，由于欧盟的企业部门如此依赖于这样一个重要的合作伙伴，大公司约 20% 的销售额来自美国，山姆大叔的对外、贸易和监管政策的未来方向将对欧洲大陆产生影响。我们认为美国经济增长前景和美国政策的潜在变化将成为关键，因为它们将影响欧洲企业的业绩。

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 10 月 22 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 22 日 13:03；传播：美国东部时间 2020 年 10 月 22 日 13:55

2018 年美欧和美英商品和服务贸易

单位：十亿美元



注：EU27 指不含英国的欧盟

资料来源：国会研究服务部；经济分析局

市场脉搏

- 3 财政政策推高美债收益率
- 3 加拿大消费者损失不太可能超过银行准备金
- 4 英欧必需消费品超预期，奢侈品复苏
- 4 中国经济继续复苏



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。

结果 1：维持现状

过去四年美欧关系持续紧张，因为对欧盟并无好感的特朗普总统认为欧盟通过不公平的贸易行为占了美国的便宜。他对欧洲出口的钢铁和铝加征 25% 的关税，并威胁要对价值超过 200 亿美元的其它商品征收更多关税。但与欧盟展开一场潜在的全面贸易战，在美国国会并不像与中国展开贸易战那样得到两党支持。

如果最终结果维持现状，特朗普继续留在白宫工作四年，针对欧盟的言论就很有可能会升级。不再担心连任问题之后，总统的贸易政策可能会变得更加咄咄逼人。如果进一步加征关税，欧盟已经表示将采取报复行动。鉴于欧洲占据美国约 20% 的出口份额，我们认为欧洲有能力施加自己的影响力，可以进行有效反击。如果美国重新加征关税，欧盟出口导向型行业面临最大风险的包括汽车制造商和奢侈品制造商。

除了关税问题，其它行业的情况似乎更好一些。由于对加大监管力度的担忧逐渐消退，我们预计能源和金融板块的企业将迎来一波压力释放后的反弹。

结果 2：拜登当选总统

拜登当选总统可能预示着缓解美国和欧盟紧张关系时代的到来，尤其是由于拜登郑重宣告美国将重返《巴黎气候协定》。这是一项试图减少温室气体排放的国际协议，允许成员国设定碳减排目标和经济限制措施。在较为温和的环境下，从数据保护到对美国科技巨头征税等长期存在争议的问题将有望得到解决。这些分歧更有可能在现有机构和程序的框架内得到解决。

此外，我们相信拜登的绿色议程将对欧洲能源效率、智能移动和可再生能源行业有利，欧洲在这些领域处于领先地位。相反，如果新总统专注于改革医疗保健政策和药品定价，欧洲（以及英国）的制药业可能会受到负面影响。欧洲制药公司在美国的销售额占到总销售额的 35% - 50%。

英国：受到冷落？

新一届美国政府可能会使英国政府失去重要的支持来源。特朗普向来都是英国脱欧的支持者，我们认为他的立场鼓励了英国脱欧。

对英国来说，关键问题在于拜登担任美国总统是否会降低英国与美国达成贸易协议，从而抵消英国失去欧盟单一市场准入的可能性。与美国达成一项贸易协议是英国脱欧战略的核心，许多脱欧派人士视其为最终目标，将超过弥补脱离欧盟经济结构和制度的成本。英国政府日前承认，与美国的贸易协议在未来 15 年只能为脱欧后的英国经济增加 43 亿美元，也就是区区 0.2% 的经济提振。

拜登的立场不太为人所知，不过在他担任副总统期间，奥巴马政府曾反对英国“脱离欧洲”的特惠贸易条款。拜登也不太可能优先考虑拥有 6000 万居民的英国，而不是拥有约 4.5 亿人口的欧盟。美国已经把英国视为一个不那么有价值的盟友，后者已经失去了在欧盟的影响力杠杆。

由于新冠肺炎疫情爆发，目前美英自由贸易协定谈判已被搁置到 2021 年春季。新总统可能会暂停所有谈判，同时重新审视美国的贸易政策，造成进一步的拖延。

投资组合策略

对于欧洲和英国来说，我们认为包括货币和财政政策在内的国内因素将成为金融市场的主要驱动因素。但美国贸易和监管框架的变化也可能影响某些行业的前景。希望减少不确定性的投资者可以重点关注无论选举结果如何都具有上行潜力的行业，比如基础设施，或是有望从[结构性增长和大趋势](#)中获益的行业。



美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- 本周美债市场并未像以往那样只是紧盯货币政策，而是与**大选前可能出台刺激措施密切相关，10年期收益率上升近9个基点**。当前报道中约2万亿美元的折中法案无疑很重要，但利率市场同时也考虑在统一政府领导下财政支持力度持续加大的可能性；即使无法推进本轮刺激方案，这种支持也可能会使得利率持续上升。
- 美国债务负担增加使得增加支出的理由复杂化。在最近结束的2020财年，**美国联邦政府出3.1万亿美元赤字创下纪录**，公共债务总额达到21万亿美元——超过GDP的100%。尽管债务数额巨大，由于美联储成功降低利率，2020年联邦政府的利息支出降至三年来的最低水平。
- 即便在本周上升之后，**9月1日以来10年期政府债券收益率仍处于23个基点的窄幅交投区间**。如果照这样持续下去，将成为数十年来最窄的多月波动区间之一。市场波动相对较小的其中一个解释是，市场认为美联储800亿美元的月度美债购买计划将迅速转向任何收益率上升的期

对财政与货币政策的关注导致曲线变陡

美联储按兵不动令5年期收益率维持低位；财政政策期望推高30年期收益率



资料来源：彭博社、加拿大皇家银行财富管理；数据截至2020年10月21日

限。外国投资者也被持续上升的美国利率所吸引，因为全世界有很大一部分为负收益率债券。

- **美联储褐皮书**是对全国经济状况的定性调查，它显示**美国经济总体呈现正向温和增长，但各部门之间的差异非常大**。餐馆和旅游相关行业处境艰难，住房、汽车销售和其它对利率敏感的行业则需求强劲。零售数据也呈现出类似的趋势，9月较上月增长1.9%，增幅高于预期。考虑到失业率居高不下，这个增幅令人意外，其中部分原因是返校购物。



加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- 加拿大新一轮财报季已经展开，**最令人期待的大概就是加拿大各家银行公布的业绩**（定于12月初），因为它们往往被用来衡量加拿大经济的活力。由于受到利率下降和贷款损失不确定性等因素的影响，该板块**年初迄今的表现落后于标普/多伦多综指**。就后一个因素而言，加拿大皇家银行资本市场认为大约75%-90%延期偿还抵押贷款的消费者仍保有工作，这也增加了他们的储蓄倾向。另一方面，大约10%-15%延期偿还的消费者处于失业状态，但据信政府出台的方案（如加拿大紧急救助津贴）足以抵消工资损失的影响。因此，加拿大皇家银行资本市场认为**消费者贷款损失不太可能超过银行已经拨备的准备金**，因为这些贷款损失拨备最初是基于政府支持减少和经济形势更加严峻的预期而设定的。
- **8月加拿大零售额增长0.4%，达532亿加元**，低于加拿大统计局初步预测的1.1%。8月已是自爆发新冠肺炎疫情以来连续第四个月实现增长，封禁措施导致4月销售额降幅创下纪录。截至今年6月，零售额已经回升至2019年的水平之上，8月同比增长3.5%。**建筑材料和园艺设备商店领涨**，支出环比增加4.5%。加油站支出也相对强劲，增长1.2%。不过，**体育用品、业余爱好、书籍和音乐商店支出环比下滑了3.7%**。正如加拿大皇家银行经济研究部指出的那样，服饰商店的销售额并未像往常那样受到返校购物的提振，仍比疫情爆发前的水平低11.8%。根据对零售公司的调查，加拿大统计局预测9月零售销售额增速将相对平稳。

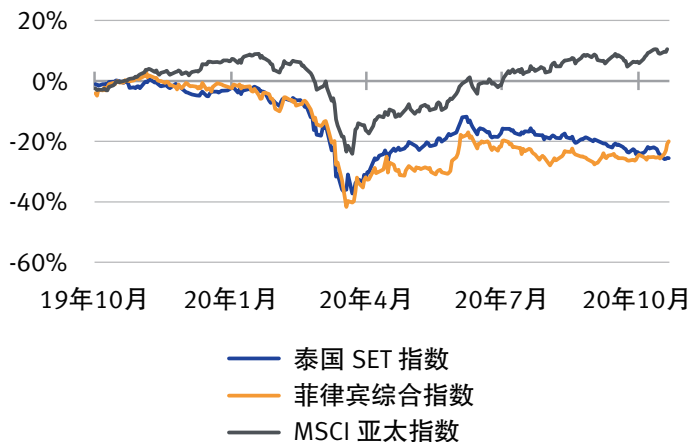


欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **英国脱欧肥皂剧仍在上演。在上周晚些时候被英国政府取消后，谈判已经恢复并加紧进行**，英国与欧盟展开日常对话，就所有悬而未决的问题进行讨论。这种新的努力表明双方相信有可能取得实效，有必要进行这些谈判。11月15日是必须达成一项协议的关键日期，以便在12月31日过渡期结束之前获得欧盟成员国的批准。
- 英国首相约翰逊也许会声称他最近已设法将欧盟带回谈判桌前，欧盟却并未实质上改变其谈判立场。**如果英国首相真的希望达成一项贸易协议，英国将不得不作出重大让步**，尤其是在支持企业（“公平竞争环境”）和治理方面。狂热的脱欧派是否会接受这些变化还有待观察。
- 虽说该贸易协议非常必要，如果未能达成贸易协议，避免随之而来的混乱和尖刻批评将成为理想的结果。重启谈判推动**10年期金边债券收益率**由周初的0.16%上升至0.27%，同期**英镑升值逾1%**。
- 三季度财报季迄今为止出现了两个趋势。首先由于需求强劲，**必需消费品公司的业绩较普遍预期强劲得多**。利洁时 (Reckitt Benckiser) 的报告显示，由于市场对该公司消毒清洁产品的需求上升，三季度该公司的销售额同比增长了13.3%。雀巢和联合利华的报告显示由于居家消费需求增加，

亚洲股市普遍复苏掩盖了各国之间的重大差异



图表数据已标准化，反映自2019年10月2日以来指数的百分比变化
资料来源：彭博社、加拿大皇家银行财富管理；数据截至2020年10月22日

三季度有机增长幅度分别达4.9%和4.4%。尽管新冠肺炎疫情带来的一些有利影响最终将会减弱，我们认为该行业的日用小商品业务将有助于**在艰难的经济条件下保持销售强劲**。

- 其次，**奢侈品需求已经出现复苏**，表明疫情引发的需求放缓只是暂时性的。三季度爱马仕 (Hermes) 和路易威登 (LVMH) 分别实现7%和12%的有机增长，亚洲市场表现强劲，其它地区也都有显著改善。这支持我们的观点，即该行业将受益于**亚洲新兴中产阶级财富不断增长导致需求上升**带来的结构性增长。



亚太区

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

- 由于美国大选前出台刺激措施的希望渺茫，导致周四主要股指回吐了早前的涨幅，**本周亚太股市涨跌不一。泰国 SET 指数跌至6个月来的低点**，部分原因是反政府抗议活动不断升级。另一方面，由于放宽新冠肺炎限制措施提振风险偏好，**菲律宾的 PSEi 指数有望录得自6月初以来的最大单周涨幅**。
- 由于印度、菲律宾和马来西亚等国的经济萎缩幅度超出预期，**国际货币基金组织 (IMF) 再次将其对亚洲2020年GDP年增速的预测下调至-2.2%**。IMF将其对2021年经济增速的预测上调至同比增长6.9%，但警告称经济复苏将不均衡，以贸易为导向和依赖旅游的国家可能会落后于其它国家。
- 继上个季度实现3.2%的增速之后，中国三季度GDP同比增长4.9%，但未达到路透社普遍预期的增速5.2%。与此同时，**9月工业产值同比增长6.9%**，为连续第六个月实现增长；**零售额增长较8月有所加快**，同比增长3.3%。最新公布的一系列经济数据表明，中国经济在经历新冠肺炎疫情冲击之后继续复苏。尽管经济复苏步伐不断加速，我们相信中国政府仍将对出现经济疲软迹象保持警惕，并出台更具针对性的刺激措施支撑经济增长。
- 上周香港和新加坡宣布同意在两地之间启用“旅游保护罩”，我们认为这是一个具有里程碑意义的决定，可能预示着亚洲的国际客运量将逐渐恢复。尽管令人鼓舞，由于域内和域外新冠肺炎疫情依然非常不稳定，**我们预计客运量的恢复将缓慢而曲折**。



市场行情

数据截至 2020 年 10 月 22 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	3,453.49	2.7%	6.9%	15.3%	25.3%
道琼斯工业平均指数	28,363.66	2.1%	-0.6%	5.9%	12.0%
纳斯达克指数	11,506.01	3.0%	28.2%	42.0%	54.1%
罗素 2000 指数	1,630.25	8.1%	-2.3%	5.1%	5.9%
标普 / 多伦多综合指数	16,279.36	1.0%	-4.6%	-0.7%	5.6%
富时全股指数	3,268.54	-0.4%	-22.1%	-17.9%	-15.4%
欧洲斯托克 600 指数	360.27	-0.2%	-13.4%	-8.7%	0.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,171.41	-0.7%	-15.3%	-12.0%	-0.6%
恒生指数	24,786.13	5.7%	-12.1%	-7.5%	-5.2%
上证综指	3,312.50	2.9%	8.6%	12.1%	24.8%
日经 225 指数	23,474.27	1.2%	-0.8%	4.1%	3.8%
印度 Sensex 指数	40,558.49	6.5%	-1.7%	4.1%	18.8%
新加坡海峡时报指数	2,528.41	2.5%	-21.5%	-20.0%	-17.9%
巴西 Ibovespa 指数	101,917.70	7.7%	-11.9%	-5.1%	19.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,652.19	3.2%	-11.2%	-10.9%	-17.7%
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)	1,904.47	1.0%	25.5%	28.0%	55.8%
白银 (现货美元 / 盎司)	24.70	6.3%	38.4%	41.0%	69.6%
铜 (美元 / 吨)	6,977.75	4.6%	13.5%	20.5%	11.8%
原油 (WTI 现货 / 桶)	40.47	0.6%	-33.7%	-25.3%	-41.5%
原油 (布伦特现货 / 桶)	42.49	3.8%	-35.6%	-28.8%	-46.8%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.99	18.4%	36.7%	31.7%	-4.7%

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	0.861%	17.7	-105.6	-89.9	-233.7
加拿大 10 年期债券	0.664%	10.3	-103.8	-85.7	-182.2
英国 10 年期债券	0.284%	5.5	-53.8	-42.7	-124.3
德国 10 年期债券	-0.566%	-4.4	-38.1	-19.8	-101.4
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	1.23%	-0.3%	6.4%	6.8%	18.7%
美国投资级企业债券	2.00%	0.1%	6.7%	8.0%	23.4%
美国高收益企业债券	5.31%	1.5%	2.1%	4.5%	12.0%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	92.9400	-1.0%	-3.6%	-4.7%	-3.2%
加元 / 美元	0.7614	1.4%	-1.1%	-0.3%	-0.2%
美元 / 加元	1.3134	-1.4%	1.1%	0.3%	0.3%
欧元 / 美元	1.1820	0.8%	5.4%	6.2%	3.1%
英镑 / 美元	1.3081	1.2%	-1.3%	1.6%	0.9%
澳元 / 美元	0.7117	-0.6%	1.4%	3.8%	0.5%
美元 / 日元	104.9000	-0.5%	-3.4%	-3.3%	-7.0%
欧元 / 日元	123.9900	0.3%	1.8%	2.7%	-4.1%
欧元 / 英镑	0.9035	-0.4%	6.8%	4.5%	2.2%
欧元 / 瑞郎	1.0724	-0.7%	-1.2%	-2.6%	-6.1%
美元 / 新加坡元	1.3569	-0.6%	0.8%	-0.4%	-1.7%
美元 / 人民币	6.6851	-1.6%	-4.0%	-5.5%	-3.8%
美元 / 墨西哥比索	20.9647	-5.2%	10.8%	9.5%	8.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5958	-0.2%	38.8%	48.1%	51.8%

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 22 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 0.76, 表示 1 加元可兑换 0.76 美元。加元兑美元的回报为 -1.1%, 表示本年迄今为止加元兑美元下降了 1.1%。美元 / 日元为 104.90, 表示 1 美元可兑换 104.90 日元。美元兑日元回报为 -3.4%, 表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.4%。

作者

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

Atul Bhatia, CFA – 美国明尼阿波利斯
atul.bhatia@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多
richard.tan@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多
arete.zafiriou@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：Richard Tan 和 Arete Zafiriou 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、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。