2020 年 10 月 29 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

全球股市抛售：不满的秋季?

Kelly Bogdanova – 旧金山

多股力量导致全球股市剧烈波动。尽管未来的道路也许崎岖不平，我们认为经济状况和股市恶化最严重的时候可能已经过去。

秋季再次迎来动荡，全球股市迅速遭到抛售。周三标普 500 指数下跌 3.5%，拖累其它市场一同下挫，自 9 月 2 日创下的历史高点以来已累计下跌 7.6%。

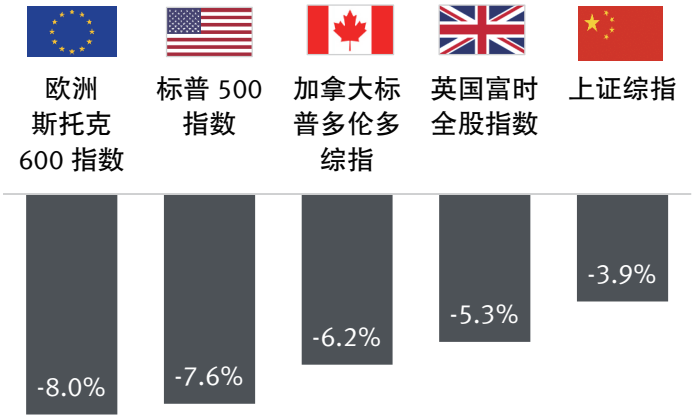
引起不满的主要原因是：

- **美国另一项财政刺激方案未取得进展**。一些投资者曾经指望在 11 月 3 日大选前达成一致，现在看来已经没有可能。新冠肺炎救助方案有可能会在总统就职典礼之前的“跛脚鸭” 期间获得通过，否则可能会被搁置到 1 月 20 日总统就职典礼之后。
- **由于感染病例激增，新冠肺炎疫情导致各国重新实施封锁**。法国和德国同时宣布实行全国性隔离，只是没有春天时那么严厉。从某些方面来看，法国的第二波危机恐怕会比第一次更为严重。在美国和加拿大，感染病例继续攀升，引发人们再度担心北美一些地区可能会重新收紧对商业活动的限制。

考虑到股市从 3 月的低点一路飙升，持续时间超出多数人的预期，这种波动不应过于令人惊讶或担忧。我们认为这是不确定性被放大时的典型市场行为。

秋季调整

2020 年 9 月 2 日高点以来全球主要股指回报率（不含股息）



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 29 日，以本币计算

市场脉搏

3 美国波动率飙升可能并非完全是坏事
3 加拿大央行调整资产购买计划，预计复苏不均衡
4 英国股市：上调为观望
4 投资者期待中国十四五计划

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 10 月 29 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 29 日 17:11；分发：美国东部时间 2020 年 10 月 29 日 17:20

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。

刚刚露头的复苏受到多大威胁?

显然，这些担忧可以归结为经济潜在风险。重新实施新冠肺炎疫情封锁和美国延迟财政支持是否会阻碍复苏，或者导致二次衰退？

我们认为，美国或全球经济不会像今年早些时候爆发第一波新冠肺炎疫情时那样再次陷入困境。

首先，卫生官员对如何治疗病人已经有更好的把握。医学专家表示正在实施更加有效的治疗方案，将会采用新的疗法，疫苗也有望取得进展。尽管新冠肺炎感染病例激增，检测人数也显著增加。在许多国家，每日死亡人数的上升幅度并没有感染人数的量级大。

其次，世界各国政府领导人正在寻求一种平衡：既要防止病毒风险，又要尽量减少隔离和封锁对居民造成的经济和心理后果。

第三，我们相信美国的追加财政刺激方案最终将获得通过，这只是时间、金额和构成的问题。我们认为长期来看，这些细节不会成为市场的障碍。总体而言，只要失业率仍居高不下、物理距离限制措施持续存在，以及这些措施对经济关键领域产生制约，美国和其它国家的财政支持就有望维持下去。

选举因素

当然，房间里的大象 (无双关之意) 是美国大选。现阶段它对股市的影响更加难以衡量，跟前面提到的推动因素相比，我们认为这个问题对此轮回调的重要性已经有所降低。

市场参与者有大量的时间考虑各种可能的大选结果，包括推迟公布大选结果可能导致的非传统事态发展、竞争性选举，甚至是内乱。各种可能的大选结果已经传遍国内外。

不过，最近几周一些机构投资者一直都在争论的是，2021 年大规模财政支出方案可能已在多大程度上被市场消化，以及短期内分裂还是统一的政府会对市场最为有利。

或许围绕这些问题的争论，再加上选举结果的总体不确定性，已促使一些着眼于短线的机构投资者在大选前调整头寸。

波动率飙升，但仍远低于 3 月时的极端水平

标普 500 波动指数 (VIX)

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、芝加哥期权交易所；数据截至 2020 年 10 月 29 日

磕磕绊绊并不意外

尽管新冠肺炎疫情挥之不去，相关挑战依然存在，我们认为经济状况和股市恶化最严重的时候已经过去。

正如我们此前所说，恢复到新冠肺炎疫情爆发前的经济产出水平需要时间，在这个过程中还会一路磕绊受阻。我们现在正在经历其中的一个坎。

尽管短期风险非常明显，展望未来，我们预计未来 12 个月各大经济体、企业盈利和主要股市将会取得更多进展。美国经济有望在 2022 年达到疫情前的水平，并在 2023 年恢复之前的增长轨迹——这比全球金融危机后所花的时间要短得多。

遏制新冠病毒、经济持续正常化，特别是各国央行坚定承诺实施宽松的超低利率政策，都有望为这个目标提供动力。

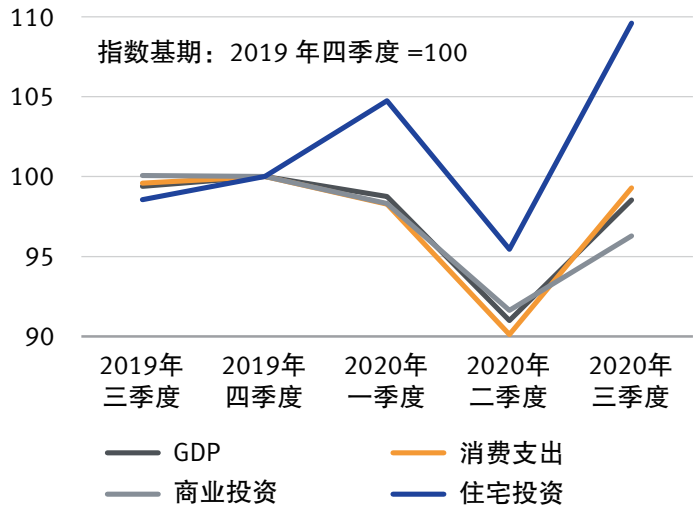
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **由于新冠肺炎病例剧增引发了**对消费者行为改变和新的缓解措施导致**经济再度放缓的担忧，美国股市经历了艰难的一周**。截至 10 月 28 日的 7 天平均单日新增病例达 7.2 万例，创下历史新高。传染病专家福奇 (Anthony Fauci) 博士警告称最早可能也要到明年 1 月才能研制出疫苗。
- 作为衡量投资者看空情绪的指标，芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX) 本周突破 41，达到四个月来的高点。虽然这显然是一个负面的短期数据点。我们注意到**当 VIX 指数高于 35 时，未来 12 到 24 个月分别有 93% 和 96% 的概率实现股市正向回报**，在这些时间段回报率略高于平均水平的两倍。
- 2020 年三季度财报季本周已经过半。截至 10 月 28 日，按市值计算标普 500 指数已有半数公司公布业绩。目前来看**总体盈利超出下调后的预测 18%**，83% 的公司超出普遍预测。
- 部分行业的表现不及其它行业。**三季度美国航空业受到严重冲击，总亏损超过 110 亿美元**，营收接近去年同期水平的四分之一。尽管四季度伊始趋势好转，但是如果旅客放弃往常的感恩节和假日旅行计划，对新冠肺炎疫情新的担忧可能会使得航空公司复苏受阻。
- 本周公布的三季度经济增长数据显示，相比二季度的低迷水平，**美国经济**折合年率**增长了 33.1%**。这与普遍预期大体一致，**只是收复了二季度和一季度分别下滑 31.4% 和 5.0% 的部分失地**，经济活动比受疫情冲击前的水平低 3.5%(参见图表)。部分地区的表现好于其它地区，住宅投资升至去年的高点之上。

三季度经济收复部分失地，家庭支出成亮点

美国 GDP，仅含部分经济要素



资料来源：经济分析局、加拿大皇家银行财富管理

加拿大

Ryan Harder 和 Sayada Nabi – 多伦多

- 本周**加拿大央行维持政策利率不变**，但量化宽松 (QE) 购买规模由每周至少 50 亿加元降至每周 40 亿加元。**量化宽松的重点也**由短期政府债券**转向较长期限**，巧合的是，这与联邦政府一直不成比例地发行新债的做法一致。由于目前加拿大央行持有加拿大所有未偿还政府债务的约三分之一，QE 已经成为、并仍将是对激增的联邦债券重要的需求来源。本周会议后发布了季度货币政策报告 (MPR)，报告指出**加拿大央行预计 2023 年之前经济将持续萧条**，这一前景将使得利率接近于零，短到中期内通胀存在下行压力。尽管如此，由于三季度包括 GDP 和零售额在内的经济数据回升力度比预期更为强劲，MPR 的经济预测还是比 7 月的 MPR 稍微乐观一些。但新冠肺炎病例回升仍是风险和不确定性的重大源头，加拿大央行指出它认为当前复苏缓慢而不均衡。
- 本周全球股市均面临疫情带来的巨大压力，加拿大也不例外。**多伦多证交所周三收盘下跌 2.71%，创下过去四个月来的最大单日跌幅**。股市看跌**主要受到资源板块的影响**，原材料股下跌 4.5%，矿业和林业股也全线下跌。类似地，由于本周西德克萨斯中质原油价格大幅回落，导致该板块下跌近 4%，加拿大能源板块也成为股市走软的另一个主要因素。尽管同样出现下跌，必需消费品和房地产板块成为表现相对突出的板块。

欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **我们对英国股市的立场由减持上调为**市场权重。自 2016 年6 月英国脱欧公投以来，富时全股指数一直表现不佳，目前已低于当时的水平。相比之下，同期 MSCI 世界指数以英镑计算的回报率升幅超过 55%。英国股市估值极度低迷，市盈率为 2021 年普遍预测盈利的 12.5 倍。
- **英国短期前景仍存在挑战**。新冠肺炎感染率很可能会导致加强社交疏离限制，对刚刚开始的复苏构成压力。目前看来与欧盟达成自由贸易协定的可能性更大，尽管可能会是非常初步的性质，给已经由于疫情而面临重大挑战的企业带来额外阻力。9 月内阁办公室部长 Michael Gove 表示，仅 24% 的企业为英国脱欧过渡期结束做好了准备。我们认为**与欧盟的贸易协定仍将建立**未来几年的**基础**。英国央行正保持警惕，**今明两年可能会出台更多的货币政策支持措施**。
- **但从一年期的角度来看**，随着最终感染率下降，以及与欧盟“达成或不达成协议”的不确定性消失，**我们相信英国经济有望走出艰难时期**。此外，最糟糕的股息削减似乎已经发生。在监管机构的推动下，今年二季度上市公司股息同比削减幅度超过 55%，其中四分之三的派息公司取消或削减了股息。我们预计 2021 年将出现显著反弹，并注意到**英国股市的股息收益率仍高于其它市场**，2021 年的预期收益率为 4%。
- 我们继续青睐能受益于长期结构性增长有利因素、或者拥有内部增长杠杆，而不是仅依赖于宏观经济环境改善的英国公司。这些**机会**尤其**存在于必需消费品、医疗保健和工业板块**。

英国股市表现不佳

富时全股指数

数据来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 10 月 28 日

亚太区

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

- 7 月以来**中国内地和香港股市一直处于窄幅交投区间**。这种相对“平静”表明市场无意冒险，因为投资者正在等待将在未来一两周出现的某些重大事件。
- 中国共产党第十九届中央委员会五中全会将于 10 月 29 日闭幕。**市场正翘首以待中国**在本次会议后**出台的第 14 个五年经济发展计划**。具体措施很可能会集中在消费升级、新基础设施投资和开放等方面。
- **近千家中国公司将于 10 月 29 日开始公布 2020 年三季度业绩**。对于公布的业绩能否证实中国在新冠肺炎疫情的影响之下加速复苏，投资者拭目以待。计划在未来几天公布业绩的公司包括中资银行。由于监管机构要求它们舍弃利润，这些银行公布了 10 年来最为糟糕的二季度业绩。**彭博社的报道称，监管机构已放松了对三季度银行利润增长的指引**。如果是这种情况，在宏观经济强劲复苏、投资收益率回升和贷款强劲增长的支撑下，营收有望加速增长。
- 路透社报道称**蚂蚁集团 (6688 HK) 的 IPO 需求强劲，香港机构认购部分因而提前一天结束**。根据这份报道，该公司正寻求通过在上海和香港 IPO 筹集约 345 亿美元资金，这次轰动性的上市将创下纪录，使其一举成为世界上最有价值的金融公司之一。这些证券将于 11 月 5 日上市。
- 全球最大的存储芯片和个人电子产品制造商三**星电子** (0005930 KS) **公布的** 2020 年三季度**净利润增长 52%，增速高于预期**，达 9.27 万亿韩元 (82 亿美元)。**不过该公司警告称**，由于库存调整，**服务器客户的需求可能会有所减弱**。同时管理层预计手机和消费电子产品领域的竞争将会加剧，并表示将不得不增加营销支出。

市场行情

数据截至 2020 年 10 月 29 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	3,310.11	-1.6%	2.5%	9.0%	25.3%
道琼斯工业平均指数	26,659.11	-4.0%	-6.6%	-1.5%	9.1%
纳斯达克指数	11,185.59	0.2%	24.7%	35.1%	58.7%
罗素 2000 指数	1,561.58	3.6%	-6.4%	-1.0%	5.7%
标普 / 多伦多综合指数	15,670.70	-2.8%	-8.2%	-4.6%	6.4%
富时全股指数	3,152.13	-4.0%	-24.9%	-21.7%	-18.1%
欧洲斯托克 600 指数	341.76	-5.4%	-17.8%	-14.2%	-3.9%
欧洲斯托克 50 指数	2,960.03	-7.3%	-21.0%	-18.3%	-6.2%
恒生指数	24,586.60	4.8%	-12.8%	-8.2%	-0.9%
上证综指	3,272.73	1.7%	7.3%	10.8%	28.7%
日经 225 指数	23,331.94	0.6%	-1.4%	1.6%	10.3%
印度 Sensex 指数	39,749.85	4.4%	-3.6%	-0.2%	16.7%
新加坡海峡时报指数	2,450.68	-0.6%	-24.0%	-23.3%	-17.8%
巴西 Ibovespa 指数	96,582.20	2.1%	-16.5%	-10.2%	15.3%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,801.37	-1.8%	-15.5%	-16.1%	-16.1%
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)	1,867.81	-1.0%	23.1%	25.5%	51.9%
白银 (现货美元 / 盎司)	23.28	0.2%	30.4%	30.7%	61.0%
铜 (美元 / 吨)	6,730.00	0.9%	9.4%	13.9%	8.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	36.17	-10.1%	-40.8%	-34.9%	-46.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	37.76	-7.8%	-42.8%	-38.7%	-51.2%
天然气(美元/百万英热单位)	3.31	31.1%	51.3%	27.5%	4.0%

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	0.830%	14.6	-108.8	-100.9	-225.5
加拿大 10 年期债券	0.630%	6.9	-107.2	-97.1	-176.6
英国 10 年期债券	0.221%	-0.8	-60.1	-49.0	-117.8
德国 10 年期债券	-0.636%	-11.4	-45.1	-28.5	-101.3
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	1.20%	-0.1%	6.6%	7.3%	19.0%
美国投资级企业债券	1.98%	0.4%	7.0%	8.6%	23.7%
美国高收益企业债券	5.76%	0.6%	1.2%	3.3%	11.0%
货币	**汇率**	**月初至今**	**年初至今**	**1 年期**	**2 年期**
美元指数	93.9170	0.0%	-2.6%	-3.9%	-2.8%
加元 / 美元	0.7506	0.0%	-2.5%	-1.8%	-1.4%
美元 / 加元	1.3323	0.0%	2.6%	1.8%	1.4%
欧元 / 美元	1.1673	-0.4%	4.1%	5.0%	2.6%
英镑 / 美元	1.2926	0.0%	-2.5%	0.5%	1.0%
澳元 / 美元	0.7028	-1.9%	0.1%	2.4%	-0.4%
美元 / 日元	104.6300	-0.8%	-3.7%	-3.9%	-6.9%
欧元 / 日元	122.1300	-1.2%	0.3%	0.9%	-4.4%
欧元 / 英镑	0.9031	-0.5%	6.8%	4.6%	1.6%
欧元 / 瑞郎	1.0691	-1.0%	-1.5%	-3.2%	-6.2%
美元 / 新加坡元	1.3668	0.1%	1.6%	0.3%	-1.2%
美元 / 人民币	6.7150	-1.1%	-3.6%	-5.0%	-3.6%
美元 / 墨西哥比索	21.3834	-3.3%	13.0%	11.9%	6.6%
美元 / 巴西雷亚尔	5.7776	3.0%	43.4%	52.9%	55.3%

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 29 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 -2.5%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 2.5%。美元 / 日元为 104.63，表示 1 美元可兑换 104.63 日元。美元兑日元回报为 -3.7%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.7%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山
kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Alan Robinson – 美国西雅图
alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Sayada Nabi – 加拿大多伦多
sayada.nabi@rbc.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联属公司。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 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联属公司的披露资料。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联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

			过去 12 个月提供的投资银行服务	
评级	数量	百分比	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联属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其联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资格客户提供研究。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，以确保合资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)，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对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。在不限制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 / 证券投资者保护公司会员，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 / 美国金融行业监管局 / 美国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
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。