

全球 透视

周刊

美国大选与市场问题

大选之后

Kelly Bogdanova – 旧金山

随着动荡的美国大选接近公布最终结果，我们来展望未来的投资机会。分裂的国会对股市有什么影响？哪些行业将会受益于新的政治格局？

尽管美国总统大选争议仍是当前热点，但是随着事态平息，现在思考潜在的股市投资机会并不算太早。

初步选举结果显示共和党人以微弱优势占据参议院多数席位，维持国会现状，不过参议院的控制权可能要到明年 1 月初才能确定，如果有必要在乔治亚州进行两场决胜选举的话。在众议院，预计民主党将保持控制权，尽管多数席位有所减少。

我们认为可能受国会权力变化影响最大的三个行业是：能源、医疗保健和金融行业。

这些行业一直受到选举不利因素的拖累，因为市场参与者认为“蓝色浪潮”会让这三个行业面临挑战。他们认为化石燃料行业将面临加速向更绿色能源过渡和更加严格的监管计划；医疗保健部门，尤其是制药行业可能面临限制利润的政策改革；金融业则可能面临额外的监管影响。相反，如果出现政治僵局，也就是政府的控制权被 all-clear 政党瓜分，就会减轻这些领域的压力。

除了大选相关担忧，能源板块的表现远逊于标普 500 指数

(年初迄今 -51.1% 与 -8.7%)，因为新冠肺炎疫情带来的经济风暴使得原油价格维持相对较低的水平。金融股也由于美联储与经济挑战相关的超低利率政策而表现受限（年初迄今已跌去 18.4%）。

如果国会僵局结束，未来一年美国经济和企业利润正如我们预期的那样继续有所改善，我们认为这些板块存在收复失地的潜力。

在这三个板块当中，我们认为长线投资者更适合投资医疗保健和金融板块，能源行业则更适合于时间跨度较短、投资目标偏向于战术性的投资者。

市场脉搏

- 3 大选日后美股反弹
- 3 美国经济刺激方案变数导致加拿大收益率下滑
- 3 企业业绩和拜登有望当选推高欧股
- 4 中国计划 2035 年 GDP 翻番

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 11 月 5 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 11 月 5 日 18:27；分发：美国东部时间 2020 年 11 月 5 日 18:35



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。

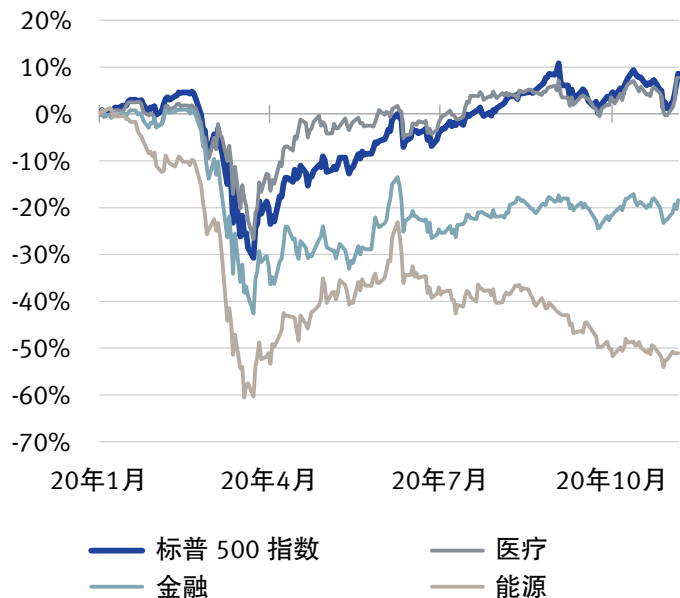
医疗保健：基本面良好

- 据推测该行业的基本面趋势稳健。根据 Refinitiv I/B/E/S 的数据，预计 2021 年的盈利增速为 13%，是今年预测水平的两倍多。
- 该行业的市盈率大致与普遍预测的远期市盈率 17.9 倍一致。不过我们认为其估值相比标普 500 指数具有吸引力。医疗保健股通常较大盘略有溢价，但由于标普 500 指数的市盈率已经升至 25.3 倍，当前的折价幅度较大。
- 标普 500 制药股指数的远期市盈率为 14.8 倍，明显低于 18.1 倍的长期均值。
- 随着新冠肺炎疗法和疫苗获得批准，制药行业将继续受益。

金融行业：明天会更好

- 我们认为 2020 年二季度银行业的盈利能力已经达到经济和利率困难时期的“最低点”。
- 加拿大皇家银行资本市场有限公司认为银行股价有望上涨。在该板块公布三季度业绩之后，分析师 Gerard Cassidy 写道，“未来 12 个月信贷成本改善带来的盈利预期回升有望推高股价，这与过去的周期类似。此外，如果进入 2021 年之后收益率曲线继续趋陡，我们认为银行盈利能力可能会超出多数投资者的预期，使得股价和估值进一步上升。”
- 如果 2021 年经济持续好转，我们认为银行股的估值具有吸引力。标普 500 银行股指数的市净率仅为 0.91 倍，长期均值则为 1.6 倍。虽然超低利率环境可能会阻止市盈率在短期内爬升至正常水准，我们认为收益率曲线趋陡和经济进一步增长有望缩小差距。
- 经过全球金融危机后对股息的长期限制之后，金融股的股息率已经悄然回升至 2.53% 的长期平均水平。去年增派与削减股息的公司比例高达 10:1。

板块涨跌幅与标普 500 指数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 11 月 5 日

能源行业：暂时缓解而非解除警报

- 我们认为下届国会会议能源行业的商业游说团体将会特别活跃，如果共和党人继续控制参议院，该行业将有望抵御主要威胁。加拿大皇家银行资本市场的大宗商品策略团队写道，“如果拜登胜选，他可能由于国会的反对而不得不缩减取消油气生产商补贴的计划。”
- 不过我们认为能源股更加适合短期战术投资者，而不是关注长期题材的投资者，理由是我们认为近期绿色能源股不会出现回落。如果说有什么走势的话，那就是未来几年可能会出现增长势头。全球范围内的监管趋势，特别是欧洲对绿色能源的强制令和对化石燃料的限制，均朝向这个方向。此外，如果拜登当选总统，加拿大皇家银行资本市场认为他的政府可能会通过行政手段实施一些更加严格的能源监管规定。因此，我们认为美国国会僵局将给能源行业带来喘息的机会，而不是彻底解除警报的信号。



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **大选结果尚未明朗，美国股市已经出现反弹。**当然，本轮反弹也是在持续数周疲软以及重新测试9月低点之后发生的，不过最近几天大选结果尘埃落定的前景无疑成为了催化剂。本周以来**标普500指数已经上涨7.4%**。它领先道琼斯工业平均指数，落后于纳斯达克指数，因为美国所有主要股指均大幅上涨。
- **增长股和医疗保健股显著领涨**，前者将受益于持久低利率的可能性上升，后者则受益于全面医疗改革的可能性下降。本周表现落后的包括被认为抗跌性较强的板块，或是受利率上升和大规模刺激计划驱动的板块。这些板块包括能源、金融、日用消费品和公用事业。话虽如此，**表现不佳只是相对而言，因为本周这四个板块中表现最差的板块仍上涨了3.0%**。
- 在11月3日投票结束前一度达到0.95%之后，**10年期美债收益率此后迅速跌至0.77%，再次低于200日均值**。虽然财政援助使得利率有望升至1.0%-1.2%的区间，目前看来未来几个月通过的任何刺激方案规模都将小于“蓝色浪潮”提供的方案。因此，**我们认为中期来看10年期美债的上限为1.0%**。
- **本周紧锣密鼓公布的经济数据为持续复苏提供了支撑**，尽管初请失业金数据弱于预期。本周的ISM数据最能说明经济正在复苏，制造业和非制造业采购经理人指数分别达到59.3和56.6。不幸的是，初请失业金人数达75.1万人，多于11月6日官方失业数据公布前的普遍预期。



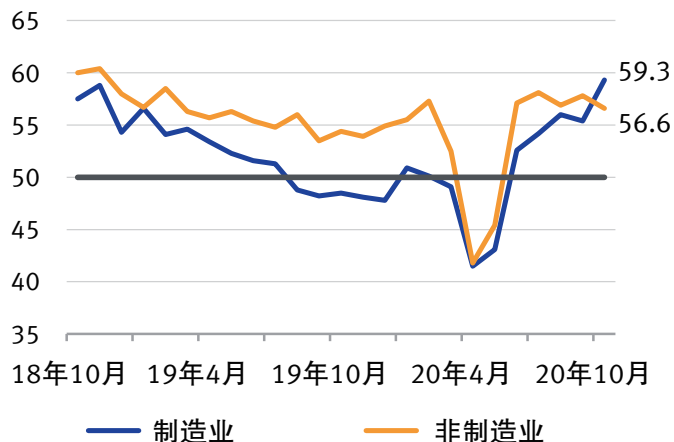
加拿大

Ryan Harder 和 Carolyn Schroeder – 多伦多

- **本周加拿大收益率曲线小幅回落，趋于平缓**，这主要是对竞争激烈的美国大选作出的反应。过去几个月政府债券收益率波动较小，反映出市场预期加拿大央行至少将在2023年之前保持利率不变。不过，美国大选前一个月收益率稳步上升，收益率曲线趋陡。虽然大选结果非常接近，而且

美国经济活动持续扩张

供应管理协会采购经理人指数



注：指数高于50代表经济扩张，低于50代表经济收缩。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至2020年11月4日

尚未最终确定，民主党似乎不大可能会横扫白宫和参众两院。国会分裂使得未来出台财政刺激措施的速度和规模变数加大，这拉低了美国的收益率和通胀预期，同时也拉低了加拿大的通胀预期。**展望未来，我们预计财政刺激计划将成为观察政府债券收益率和通胀预期走向的关键因素。**

- 尽管贸易改善步伐经过6月和7月的最初反弹后趋于平稳，**9月加拿大国际贸易往来的复苏仍不均衡。进出口规模依然低于疫情爆发前(2月)水平**。9月自然资源出口规模大于危机前水平，不过依然疲弱的能源出口成为例外。加拿大皇家银行经济研究部认为只要新冠肺炎的威胁依然存在，无论是国际还是国内**旅游相关行业都将继续拖累经济复苏**。服务业出口规模较8月下滑2.5%，较2月受疫情冲击前的水平下滑超过20%。与此同时，同期服务进口规模下降了约三分之一。9月加拿大对其最大贸易伙伴美国的出口下滑1.6%，进口则增长了1.2%。因此，**加拿大对美国的贸易顺差由8月时的29亿加元缩小至9月的20亿加元**。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

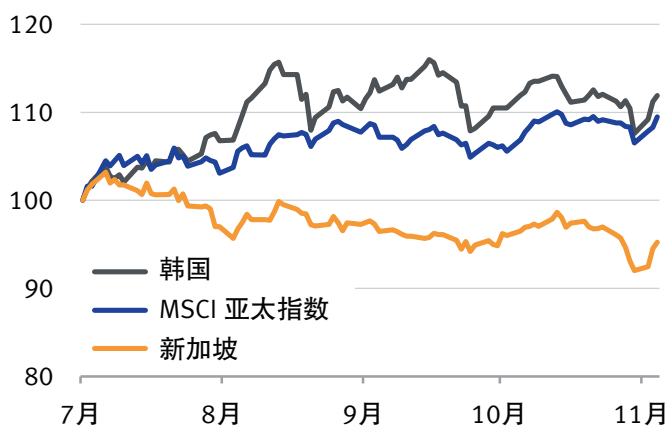
- 由于拜登当选总统的可能性上升，自大选日至撰稿时**欧洲斯托克600指数(不含英国)上涨近6%**，因为人们普遍

认为这位民主党人将与欧洲盟友建立较为传统的友好关系。**科技和医疗保健板块的反弹尤为强劲。**

- **欧洲 (不含英国) 财报季已经过半。迄今为止的三季度业绩普遍好于预期**，约 70% 的公司业绩超出普遍预期，接近周期高点。每股收益 (EPS) 连续第三个季度出现负增长，同比增幅约为 -13%。不过，跟上个季度 25%-30% 的萎缩幅度相比已有显著改善。如果不是因为低油价导致能源行业的业绩急剧下降，整体盈利降幅将小于 10%。**三季度医疗保健行业表现突出**，成为唯一实现销售额和 EPS 同比增长的行业。
- **财报中最令人意外的负面消息来自德国软件公司 SAP。**管理层宣布向更多基于云计算产品的战略性转移提速，这将导致未来几年的销售额和利润率大幅低于普遍预期的水平。
- **随着英格兰开始实施第二次封锁，中央银行下调了其 2020 年 GDP 的预测。**与之前预测的降幅 9.5% 相比，目前预计的降幅超过 11%。**英格兰银行还宣布了 1500 亿英镑的量化宽松计划**，比市场预期多出 500 亿英镑。财政大臣苏纳克 (Rishi Sunak) 将补贴 80% 工资的休假计划延长至三月底。延长该计划也将掩盖春季到来前英国脱欧导致的失业。
- 英国富时 100 指数成分股中权重最大的**阿斯利康公司**公布的三季度业绩符合普遍预期。管理层**重申了全年指引**，

近日韩国和新加坡引领亚太地区股市走高

2020 年下半年涨跌幅，以 100 为基数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 11 月 4 日

包括预期核心 EPS 增速将在中到高双位数之间。该公司的首席执行官预计，该公司与牛津大学合作研发的新冠肺炎疫苗疗效数据将于年底前公布，并可能在此后不久分发疫苗。



亚太区

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

- **本周亚太股市普遍走高**，MSCI 亚太指数有望试探一年来的高点。新加坡和韩国股市领涨。由于指数中的最大成份股，即三家本地银行公布的季度业绩好于预期，新加坡海峡时报指数上涨逾 5%。另外，韩国综合股价指数在指数权重股三星电子的支撑下出现技术性反弹。
- 根据中国 2021-25 年经济和发展规划方案和 2035 年的长期目标，**中国计划到 2025 年时走向高收入国家，到 2035 年时经济规模和人均收入翻番。**观察人士认为如果该计划得以实现，**到本世纪 30 年代中期时中国的 GDP 将超过美国。**与上一个五年计划不同的是，新计划没有提到具体的增长目标，我们认为这可能是由于新冠肺炎产生的不确定性，以及中国进入了一个更加注重质量而不是数量增长的发展新阶段。
- 根据日本内务与通讯省 (Internal Affairs and Communications Ministry) 的数据，**9 月有 30644 人迁出东京，同比增长 12.5%，迁入人数则减少 11.7% 至 27006 人。**这是连续第三个月出现净迁出，也是有记录以来持续时间最长的一次。我们认为这些迁居**受到更多公司**由于新冠肺炎疫情而**允许远程办公的推动**。另外由于把振兴农村地区作为自己的政治议程之一，我们认为人员外流也许会提高日本首相菅义伟的支持率。
- **蚂蚁集团的首次公开发行 (IPO) 在上市前两天被叫停。**周二上海证券交易所发布公告称蚂蚁金服存在“金融科技监管环境变化等重大问题”，可能不符合上市条件。据彭博社报道，**中国监管机构计划加强对蚂蚁金服信贷平台的监管。**这些平台是蚂蚁金服最大的收入来源，它们将银行和其它金融机构的贷款输送给中国各地数以百万计的消费者。



市场行情

数据截至 2020 年 11 月 5 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	3,510.45	7.4%	8.7%	14.2%	28.2%
道琼斯工业平均指数	28,390.18	7.1%	-0.5%	3.3%	11.5%
纳斯达克指数	11,890.93	9.0%	32.5%	41.0%	62.2%
罗素 2000 指数	1,660.05	7.9%	-0.5%	3.8%	7.3%
标普 / 多伦多综合指数	16,298.17	4.6%	-4.5%	-2.3%	7.1%
富时全股指数	3,324.36	5.5%	-20.8%	-18.2%	-14.8%
欧洲斯托克 600 指数	367.12	7.2%	-11.7%	-9.2%	1.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,215.56	8.7%	-14.1%	-12.5%	-0.1%
恒生指数	25,695.92	6.6%	-8.8%	-7.2%	-0.9%
上证综指	3,320.13	3.0%	8.9%	11.0%	24.6%
日经 225 指数	24,105.28	4.9%	1.9%	3.7%	10.1%
印度 Sensex 指数	41,340.16	4.4%	0.2%	2.7%	18.3%
新加坡海峡时报指数	2,588.62	6.8%	-19.7%	-20.3%	-15.4%
巴西 Ibovespa 指数	100,751.40	7.2%	-12.9%	-7.3%	12.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,399.07	3.8%	-11.8%	-12.0%	-18.0%
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)	1,948.26	3.7%	28.4%	31.3%	58.2%
白银 (现货美元 / 盎司)	25.36	7.2%	42.1%	44.3%	73.2%
铜 (美元 / 吨)	6,828.50	1.8%	11.1%	15.5%	10.0%
原油 (WTI 现货 / 桶)	38.79	8.4%	-36.5%	-32.2%	-38.5%
原油 (布伦特现货 / 桶)	40.72	8.7%	-38.3%	-35.3%	-44.3%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.93	-12.6%	33.9%	2.4%	-17.9%

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	0.763%	-11.1	-115.5	-109.6	-243.8
加拿大 10 年期债券	0.612%	-5.1	-109.0	-99.3	-190.5
英国 10 年期债券	0.234%	-2.8	-58.8	-54.1	-126.7
德国 10 年期债券	-0.637%	-1.0	-45.2	-32.8	-106.3
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%	0.6%	6.9%	7.6%	19.3%
美国投资级企业债券	1.94%	1.2%	7.7%	9.4%	24.5%
美国高收益企业债券	5.15%	1.5%	2.6%	4.7%	12.5%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	92.5980	-1.5%	-3.9%	-5.5%	-3.8%
加元 / 美元	0.7661	2.0%	-0.5%	0.8%	0.4%
美元 / 加元	1.3053	-2.0%	0.5%	-0.8%	-0.4%
欧元 / 美元	1.1830	1.6%	5.5%	6.8%	3.7%
英镑 / 美元	1.3148	1.6%	-0.8%	2.0%	0.8%
澳元 / 美元	0.7284	3.6%	3.7%	5.7%	1.0%
美元 / 日元	103.5000	-1.1%	-4.7%	-5.2%	-8.6%
欧元 / 日元	122.4400	0.4%	0.6%	1.3%	-5.2%
欧元 / 英镑	0.8998	0.0%	6.4%	4.7%	2.9%
欧元 / 瑞郎	1.0698	0.2%	-1.5%	-2.7%	-6.6%
美元 / 新加坡元	1.3499	-1.2%	0.3%	-0.6%	-1.8%
美元 / 人民币	6.6065	-1.3%	-5.1%	-5.8%	-4.6%
美元 / 墨西哥比索	20.6754	-2.4%	9.2%	7.7%	4.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5402	-3.6%	37.5%	46.6%	48.6%

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 11 月 5 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。加元兑美元回报为 -0.5%，表示年初至今加元兑美元下跌 0.5%。美元 / 日元为 103.50，表示 1 美元可兑换 103.50 日元。美元兑日元的回报为 -4.7%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 4.7%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@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

Ryan Harder – 加拿大多伦多

ryan.harder@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@rbc.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.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：Carolyn Schroeder 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。