

全球 透视

周刊

正合需要？

Frédérique Carrier – 伦敦

总算有疫苗了——而且似乎是一种成功的疫苗。这有助于看清新冠肺炎疫情下的经济低谷，更有信心地关注复苏和疫情过后的世界。投资者是否需要重新考虑仓位配置？

终于传出好消息

辉瑞 /BioNTech 于 11 月 9 日发布新冠肺炎疫苗公告受到股市的热烈欢迎，当天标普 500 指数上涨 1.2%，次日 MSCI 全球指数达到历史新高。结果明显超出普遍预期，特别是在疫苗预防症状的有效性方面，一些市场参与者似乎对其上市时机感到惊讶。该疫苗也许会成为美国和欧洲监管机构批准的第一种疫苗，而且可能几周之内就会完成。

这种疫苗有效率超过 90%，远超美国食品和药物管理局 (FDA) 50% 的门槛，这对于第一代疫苗来说是非常高的。这可能意味着使用类似技术的其它疫苗也有可能获得成功。

包括疫苗安全性在内的一些问题依然存在，不过这些数据也将在几周内公布。随着时间的推移，我们将会弄清疫苗的保护作用可以维持多长时间，以及它在老年人身上的使用效果如何，因为同年龄组的人已经加入到试验当中。

物流方面的挑战削弱了人们对辉瑞 /BioNTech 疫苗的热情。它需要间隔三周、分两次注射。而且还需要储存在干冰中，从而确保温度在零下 70 摄氏度 (零下 94 华氏度) 或以下，这对考虑接种这种疫苗的各国政府来说是个挑战，尤其是对发展中国家和温带地区的国家而言。

一旦安全数据公布，美国和欧洲就可以进行紧急使用备案。在 12 月获得完整的疗效数据后，FDA 就可以批准该药物。辉瑞 /BioNTech 预计到今年年底时可供应 5000 万剂疫苗，明年可供应 13 亿剂 (即 7.5 亿人接种疫苗)。作为对比，欧盟订购了 3 亿剂，美国订购了 1 亿剂，英国订购了 3000 万剂。

通过疫苗控制疫情的可能性正变得越来越切实可行。另外两种疫苗的数据将在年底前公布。也许最受期待的是阿斯利康和牛津大学正在开发的疫苗。这种疫苗采用另一种技术，只需要一剂，而且不需要在冰点以下温度保存，意味着它比辉瑞 /BioNTech 的可扩展性更强。此外，据报道它对老年人有效。年底前我们还将得知 Moderna 疫苗试验的结果，另外四项试验的结果可能会在明年上半年的某个时候公布。

市场脉搏

- 3 经济增长希望推高美债收益率
- 3 加拿大价值股得势而发
- 4 疫苗利好消息推高英国和欧洲股市
- 4 中国科技股遭到抛售

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 11 月 12 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 12 日 14:25；分发：美国东部时间 2020 年 11 月 12 日 16:45



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。

如果其中的大部分疫苗均获得成功，明年全球疫苗接种将取得重要进展。

对经济利好

可以肯定的是，疫苗的生产能力和配送无法拯救北半球的冬天。社交疏离和封禁措施可能仍将持续，限制在经济上至关重要的2020年四季度的经济增长，2021年一季度也是如此。不过由于多个原因，辉瑞/BioNTech的数据使得2021年的经济增长前景向好，因此这无疑属于利好消息。

疫苗可用性及其技术上的成功也许会降低2021年秋季出现第三波疫情风险的可能性。在知道危机有望结束的情况下，一些国家的政府可能会选择选择出台比原本更为慷慨的财政救助方案。我们的全国研究通讯员认为，相比5000亿美元的新冠肺炎疫情刺激方案，美国更有可能出台1万亿美元的刺激方案。疫苗还可以帮助投资者看清新冠肺炎疫情下的经济低谷，更有信心地关注复苏和疫情过后的世界。

有关疫苗的消息一下子引爆了当天金融市场的逐险行情。标普500指数收高1.2%，创下大选后的史上最大涨幅。

标普500指数的走势掩盖了股市的快速轮换。动量策略是指投资者在证券价格上涨时买入，在证券价格下跌时卖出，这是2009年以来表现最差的策略。自3月以来领涨股市的FAANGs(Facebook、亚马逊、苹果、Netflix和谷歌的母公司Alphabet)也骤然回落。这些科技公司的商业模式在新冠肺炎疫情时期如鱼得水，它们的股票被市场参与者普遍视为困难时期的防御性投资。从全球来看，超大盘股的表现不及风险较高的小盘股。举步维艰的金融和能源类股大幅上涨。与此同时，超卖的英国大盘股指富时全股指数收盘上涨约5%，这是自2016年英国脱欧公投以来的罕见表现，也是该指数的次好表现。

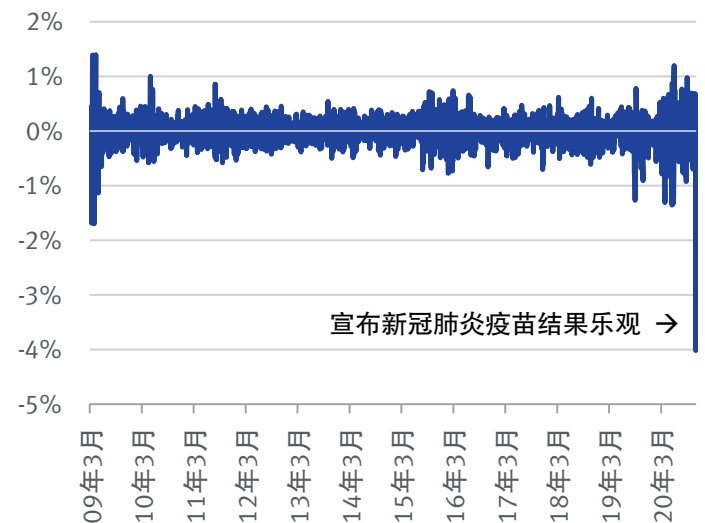
其它传统增长指标也显示经济前景有所改善：美国收益率曲线变陡，10年期美债收益率从公布疫苗消息前的0.80%升至0.95%。获利回吐的投资者将金价压低至每盎司1,855美元，这或许是环境变得更加安全的信号。

昙花一现？

对投资者而言，问题在于这些激进的单日走势是否预示着更加广泛和持久的周期性股票仓位轮换。平心而论，这也可能

2009年以来最快的市场反转

彭博美国纯动量投资组合总回报指数每日价格变化



资料来源：彭博社；逐日数据截至2020年11月10日

是仓位配置集中度过高的作用，也就是说所有投资者都追逐类似的题材，某些板块权重过高（如商业模式从容应对当前环境的FAANG股票），同时避开其它板块（如油价大幅下降的能源板块和超低利率的银行板块）。快速的市场轮换也促成了增长股和价值股之间创纪录的估值差异。

如果股市普遍持续转向通胀再膨胀仓位配置，或易受经济形势影响的股票，则需要通胀预期延续升势和美债收益率进一步上升的支持。

我们认为就目前而言，由于美国大选和疫苗消息公布以来股市大幅上涨，可以合理预计股市将经历一段时间的盘整。此外，全球经济尚未走出困境，投资者可能会开始考虑在全球推出疫苗所面临的物流挑战。

投资者应该利用这段时间考虑他们的投资组合对周期性或经济敏感股票的风险敞口。可能推出可行疫苗使得投资者有机会看清危机，并按正常盈利评估受新冠肺炎疫情影响较大的公司。我们认为这些公司的股票很多都将会看起来被低估了。趁着新冠肺炎疫情可能带来经济状况的改善，我们建议增加对周期性股票和价值股的投资。



美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- **接连出现的三大新闻焦点导致过去一周投资者抛售美债。** 非农就业数据显示 10 月美国私营部门新增逾 90 万个就业岗位，使得失业率降至 6.9%；美国大选虽未产生统一的政府，但有望为新政府上任初期至少适度的财政刺激打开了大门；新冠肺炎疫苗的疗效数据让人对在 2021 年年中恢复正常的社会活动产生了希望。由于投资者转向对经济较为敏感的资产，这些消息的综合影响足以将 **10 年期美债收益率推高至接近 1%，今年 3 月以来的最高水平。**
- **尽管这些消息对未来潜在的经济增长有利，对美联储政策的影响却没那么明朗。** 在通胀企稳、并至少略高于 2%，有足够的时间补偿多年低于目标的通胀之前，美联储新的平均通胀目标制将使得中央银行按兵不动。这些综合因素加上美国政府需要低政策利率来为其债务负担提供资金，也许会要求美联储在未来多年维持现有政策。
- 由于经济增长和低政策利率属于巨大利好，11 月**企业债券、尤其是风险较高、评级较低的债券表现尤为出色。** 彭博巴克莱美国公司高收益债券指数的当前收益率略低于 4.6%，11 月下跌近 1.2%，甚至低于疫情爆发前的水平。但该指数收益率处于历史低位的主要原因是美联储的政策和政府债券整体收益率下降；与企业发债人风险相关的部分（即信贷息差）仍高于疫情爆发前的水平，尽管自 10 月底以来也已经下降了 0.9%。**由于固定收益产品产生收益的机会如此之少，企业债券也许会继续引起投资者的兴趣。**



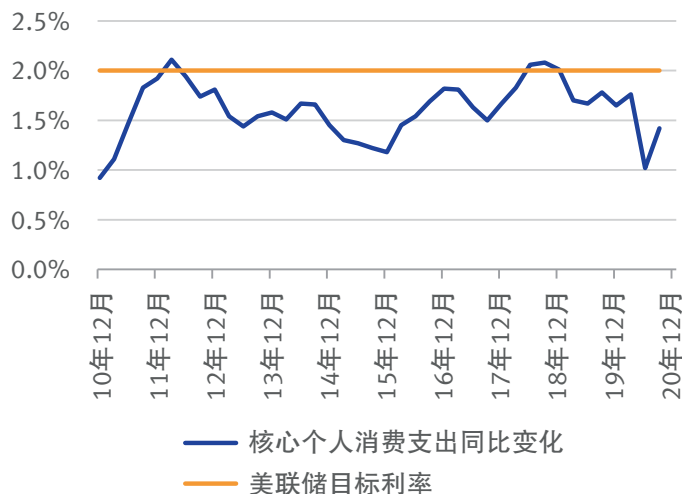
加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- 由于美国大选形势更加明朗，以及有望推出一种新冠肺炎疫苗，**标普 / 多伦多综指较上周五收盘上涨逾 3%。** 后一个消息在 11 月 9 日传出，我们认为这最终导致出现

美联储无加息压力

低于目标的累积通胀支持扩大货币宽松



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

增长导向型股票迅速向价值导向型股票的市场轮换。由于资本转向因社交隔离环境而遭到重创的行业，**在疫情期间获得结构性成功**的视频会议工具、电子商务和黄金等公司的股票**出现大幅回落**。比如房地产和能源行业，由于零售客流量下降、在家办公的趋势以及能源消耗水平下降，这两个行业在 2020 年的大部分时间里都是表现最差的板块。对经济可能恢复到某种常态的预期促使这些板块重新估值，但年初迄今这些板块中的大多数股票普遍出现了大幅下跌。整体而言，我们认为**价值股势头正盛**，不过我们注意到税损卖盘季也即将来临，在我们看来这些价值股中有许多都可能成为目标对象。

- **10 月加拿大劳动力市场新增 8.4 万个工作岗位。** 加拿大统计局的数据显示就业人数环比增长 0.5%，低于 5 月以来 2.7% 的平均增幅，原因是部分省份为了应对感染人数增加收紧了新冠肺炎疫情防控措施。值得注意的是，住宿和食品服务行业在经历 5 个月的就业增长后，10 月减少了 4.8 万个就业岗位。超过 85% 的损失发生在魁北克，该省是最早重新实施室内餐饮和酒吧限制的省份之一。劳动力市场尚未恢复到疫情冲击前水平，就业人数比 2 月时减少 60 多万。**失业率已由 5 月 13.7% 的峰值降至 10 月的 8.9%，但仍高于 2008-09 年金融危机期间 8.7% 的峰值。**



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **由于疫苗消息令人鼓舞，本周英国和欧洲市场出现反弹。**富时全股指数在辉瑞 /BioNTech 公布新冠肺炎疫苗试验结果后的三天内上涨近 7%，欧洲斯托克 600 指数(不含英国)上涨近 4%。富时指数的上涨得益于**能源股和金融股**所占权重非常高；这两个板块的股票曾经由于疫情对经济的影响遭到大幅抛售，二者均有望受益于**疫苗推动的经济前景改善**。富时英国油气分类指数上涨 19%，金融股的涨幅接近 10%，寿险公司股票涨势尤为强劲。在欧洲，银行和油气板块领涨，分别上涨 16% 和 13%。
- **三季度英国 GDP 季度环比增长 15.5%**，在上一季度萎缩近 20% 之后出现强劲反弹。本轮扩张使得英国经济在 9 月底时达到疫情爆发前水平的 92%。由于重新实施封禁措施，我们认为年底前无法缩小缺口，即使限制措施不像春季时那么严厉，对经济活动的冲击也没有春季那么严重。**加拿大皇家银行资本市场预计四季度 GDP 将比三季度收缩 3.4%**，使得 2020 年该国的全年 GDP 下降 11.5%。
- **9 月欧洲工业产值总体出现下滑，不过这是由于 8 月数据异常强劲之后意大利工业产值下滑**，其它所有国家均有小幅增长。这表明尽管一些国家实施了更多封禁措施，**9 月欧洲工业部门依然健康复苏**。这些措施持续的时间越长，这种趋势就越有可能受到削弱。



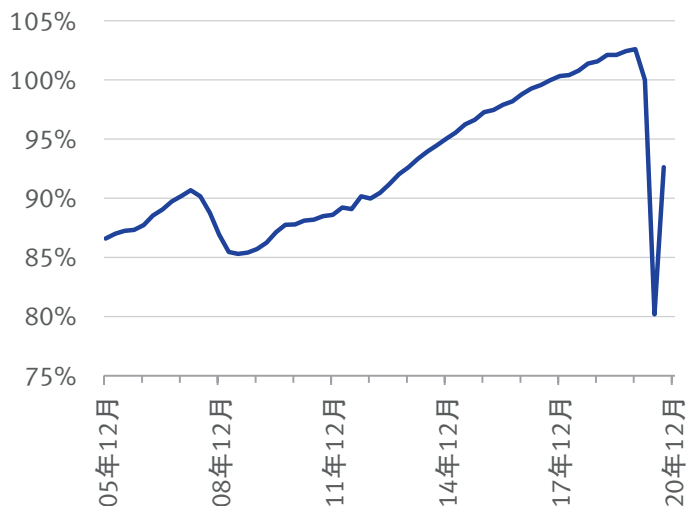
亚太区

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

- 在辉瑞公布疫苗结果后，全球股市均出现由增长股向价值股轮换的趋势，其中也包括**中国内地和香港股市**。**中国银行股、中国房地产股和能源股领涨，科技股则遭到抛售**。
- 11 月 10 日，在中国发布《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》后，亚洲科技股出现下跌势头。该条

9 月强劲反弹，但英国 GDP 仍处于 2014 年时的水平

英国 GDP 相对于 2020 年 3 月 31 日水平的百分比



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

- 例旨在促进公平竞争，保护消费者权益，确保平台经济的可持续健康发展。消息**引发了科技股进一步获利回吐**，尤其是阿里巴巴(9988 HK)和美团(3690 HK)，因为投资者担心这些平台领军企业的业务会受到更大影响。周二和周三恒生科技指数大跌 11.4%。对指南的相关意见可于 11 月 30 日之前反馈。由于执行和生效日期不明确，新规出台可能会对科技股构成短期威胁。
- **尽管近期存在监管阻力，阿里巴巴的双十一(11 月 11 日)销售情况依然强劲**，总销售额达到 4982 亿元人民币，同比增长 26%。11 月 1 日至 3 日期间的强劲增速**受到新增销售窗口的推动**。
- **2020 年三季度星展银行(DBS SP)公布的业绩好于预期**，免税额前利润季度环比下滑 9%(同比下滑 8%)，净利润季度环比增长 4%(同比下滑 20%)。季度环比净利润有所增长是由于业务恢复动力，收费收入回升 17%，达到新冠肺炎疫情爆发前的水平，缓解了低利率以及交易收入由较高基数下降的影响。**已宣派股息为 0.18 新元**，符合新加坡货币管理局(Monetary Authority of Singapore)的指引。



市场行情

数据截至 2020 年 11 月 12 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	3,537.01	8.2%	9.5%	14.4%	29.7%
道琼斯工业平均指数	29,080.17	9.7%	1.9%	5.0%	14.5%
纳斯达克指数	11,709.59	7.3%	30.5%	38.0%	62.6%
罗素 2000 指数	1,708.47	11.0%	2.4%	7.1%	12.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,582.18	6.4%	-2.8%	-1.9%	9.4%
富时全股指数	3,569.99	13.3%	-14.9%	-12.1%	-7.7%
欧洲斯托克 600 指数	385.16	12.5%	-7.4%	-5.3%	6.4%
欧洲斯托克 50 指数	3,428.20	15.9%	-8.5%	-7.7%	7.3%
恒生指数	26,169.38	8.6%	-7.2%	-3.3%	2.1%
上证综指	3,338.68	3.5%	9.5%	14.5%	26.9%
日经 225 指数	25,520.88	11.1%	7.9%	8.5%	14.6%
印度 Sensex 指数	43,357.19	9.4%	5.1%	7.5%	24.5%
新加坡海峡时报指数	2,711.90	11.9%	-15.9%	-17.0%	-11.6%
巴西 Ibovespa 指数	102,507.00	9.1%	-11.4%	-4.0%	19.9%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	40,335.95	9.1%	-7.4%	-6.4%	-6.9%
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)	1,876.60	-0.1%	23.7%	28.9%	56.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	24.27	2.6%	35.9%	44.7%	73.4%
铜 (美元 / 吨)	6,866.00	2.4%	11.7%	17.5%	13.0%
原油 (WTI 现货 / 桶)	41.12	14.9%	-32.7%	-27.6%	-31.4%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.44	16.0%	-34.2%	-30.0%	-38.0%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.95	-12.0%	34.8%	12.6%	-22.1%

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	0.880%	0.6	-103.8	-105.5	-230.2
加拿大 10 年期债券	0.720%	5.7	-98.2	-88.3	-178.5
英国 10 年期债券	0.348%	8.6	-47.4	-45.8	-110.4
德国 10 年期债券	-0.536%	9.1	-35.1	-28.4	-93.4
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	1.28%	-0.1%	6.2%	7.0%	18.5%
美国投资级企业债券	1.98%	0.7%	7.2%	8.9%	23.9%
美国高收益企业债券	4.73%	3.0%	4.2%	6.4%	14.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	92.9700	-1.1%	-3.5%	-5.4%	-4.7%
加元 / 美元	0.7609	1.3%	-1.2%	0.7%	0.8%
美元 / 加元	1.3142	-1.3%	1.2%	-0.7%	-0.8%
欧元 / 美元	1.1808	1.4%	5.3%	7.3%	5.3%
英镑 / 美元	1.3118	1.3%	-1.0%	2.1%	2.1%
澳元 / 美元	0.7231	2.9%	3.0%	5.7%	0.8%
美元 / 日元	105.1200	0.4%	-3.2%	-3.6%	-7.7%
欧元 / 日元	124.1200	1.8%	1.9%	3.4%	-2.8%
欧元 / 英镑	0.9002	0.1%	6.4%	5.0%	3.1%
欧元 / 瑞郎	1.0807	1.2%	-0.4%	-1.1%	-4.7%
美元 / 新加坡元	1.3497	-1.2%	0.3%	-0.9%	-2.5%
美元 / 人民币	6.6130	-1.2%	-5.0%	-5.6%	-5.0%
美元 / 墨西哥比索	20.6385	-2.5%	9.0%	6.8%	1.4%
美元 / 巴西雷亚尔	5.4575	-5.0%	35.4%	44.4%	45.0%

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 12 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 -1.2%，表示年初至今加元兑美元下跌 1.2%。美元 / 日元为 105.12，表示 1 美元可兑换 105.12 日元。美元兑日元回报为 -3.2%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.2%。

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	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。我们保留在什么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。