2020 年 11 月 19 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

# 未来充满挑战的收益率路径

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

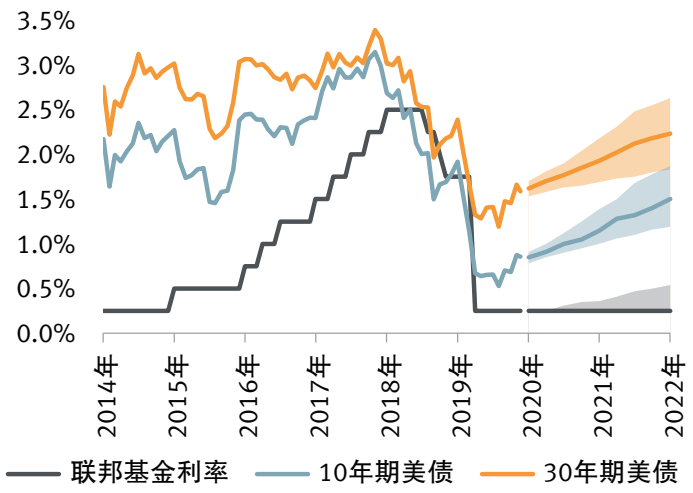
随着驱动收益率上升环境的潜在因素不断减少，我们认为长期来看尽管走势平缓，收益率仍将逐步走高，短期内则可能会出现波动。

美国和全球主权债券收益率自 3 月低点以来基本陷入停滞，实质上一直上攻乏力。但 11 月本应带来一些改变这种状况的催化剂，尤其是在美国。

推高收益率的两大催化剂，即总统选举结果导致财政扩张的前景和新冠肺炎疫苗取得积极进展，现在似乎已经分别完全或大部分在市场中得到体现。10 年期基准美债收益率不仅未能突破 1% 的关口，为 3 月以来首次出现这种情况，而且最近几周已回落至最低水平。

第一张图表显示，预测的收益率上升路径仍将是一个缓慢而艰难的过程。这些包含大约 50 名分析师、由彭博社在 11 月初汇编的预测，充其量也只是纳入了大选和疫苗接种结果的部分因素，但考虑到此后市场的反应，我们猜测目前这些预测不会有什么变化。根据这些预测，明年年中时 10 年期收益率将率先跌破 1%，直到 2022 年年底才会升至 1.5% 左右。尽管爆发新冠肺炎疫情仅两个月就使 10 年期美债收益率快速跌破 1.5%，不过可能需要超过两年时间才能恢复到这一水平。预测的 30 年期美债收益率也将随着经济增长和通胀预期改善呈上升态势。

驱动因素所剩无几，利率前景依然低迷




资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社 11 月调查；2020 年四季度至 2022 年四季度预测期间显示预估中值，阴影区域显示预估的中心区间。

市场脉搏

3 美国小盘股跑赢大盘

3 十月加拿大通胀率小幅上升

4 欧洲财政方案或不受否决影响

4 日本进入“最高警戒状态”

下期全球透视周刊将于 12 月 3 日发行。

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 11 月 19 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 19 日 16:31；分发：美国东部时间 2020 年 11 月 19 日 16:55

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。**

当然这些都只是预测而已，我们唯一可以肯定的是这些预测也许是错误的。不过，尽管在数十年下降的情况下分析师们总是预测未来利率将会上升，我们认为这大体上就是投资者应该考虑的未来以及经济复苏早期阶段的路径。

## 持久低利率

在财政支持方面，明年国会分裂限制了财政援助范围的扩大，不过市场要到 2021 年 1 月 5 日才知道参议院的最终构成，届时将举行乔治亚州两个参议院席位的决选。基本共识是共和党人将保持控制权。如果民主党候选人获得这两个席位，市场可能会迅速重新评估财政刺激的前景，从而推高收益率。总体上的基本共识是政治僵局，在这种经济和公共健康不确定性依然较高的环境下，也许只会导致收益率的僵局。

尽管多种疫苗取得对市场利好的积极进展，但显然从公共健康的角度来看更加重要，我们认为这仍是一个长期过程，在 12-18 个月内恢复“常态”基本无望，而这也许就是美债收益率仅出现温和反应的原因。

最后，如果说上一轮加息周期是渐进式的，我们认为下一轮将会极为缓慢。虽然某些分析师预计将会加息，在没有财政支持的情况下，经济复苏的重担将再次落在美联储的肩上，而这只会意味着在更长时间内维持较低的政策利率。即使在最乐观的情况下，我们仍认为美联储至少会在 2023 年之前将政策利率维持在当前 0%-0.25% 的水平。

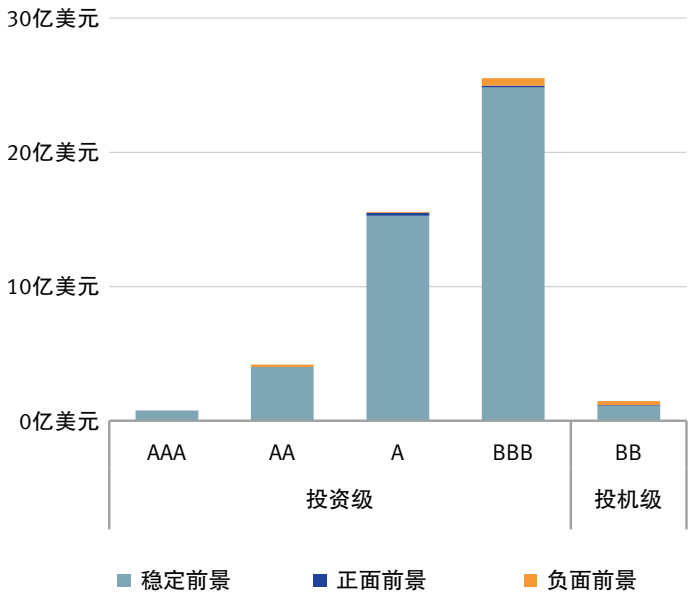
## 值得纪念的 11 月

我们认为未来有望推高收益率的催化剂少之又少，这也意味着未来数月乃至数年固定收益投资的前景将会充满挑战。

美债收益率处于低位、后续市场对收益率的追逐再加上选举结果的政策不确定性减少已经使得多种债券的收益率降至历史新低。11 月 9 日彭博巴克莱美国企业高收益指数创下新低，降至 4.56%，跌破 2014 年 4.83% 的历史低点。新兴市场债券的情况也类似，彭博巴克莱新兴市场美元债券综合指数收益率下跌逾 0.30%，降至 3.78% 的历史新低。我们将对二者的展望由增持下调为中性，但在持久低利率环境下，我们仍看好优先股的前景，认为这是增加投资组合收益的一种方式。

### 美联储持有什么?

按信贷质量划分的企业债券组合




资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储；基于标准普尔评级

## 关注要点

尽管我们认为美联储购买企业债券的重要性有夸大之嫌，特别是与近期持续反弹的信贷市场相比较而言，因为企业债券贷款仍仅为 150 亿美元，而潜在总规模达 7500 亿美元，有些政客已经呼吁停止使用这项工具，因为他们觉得市场功能已经恢复“正常”。但正如本周美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 所说，“当合适的时机到来，我认为时机尚未成熟，也不会很快成熟，我们将放弃这些工具。”

美联储几乎所有的应急工具都将在年底到期，美联储需要获得财政部长的批准方能延期。迄今为止尚无迹象表明现任财政部长努钦 (Steven Mnuchin) 以任何形式表示支持，而在过渡期与拜登政府缺乏协调可能会给美联储这些工具的命运带来不确定性。对债券投资者和整个市场而言，这也许会成为波动源头之一。即使目前美联储在企业债券市场动作不多，一旦出现多轮流动性不足，它们仍将成为市场的重要支撑。我们预计这些工具最终将会得以延用。

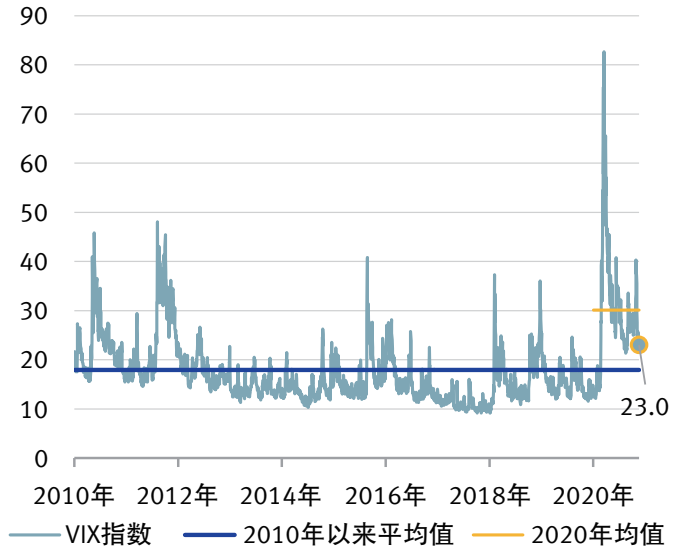
## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周美股基本守住 11 月的涨幅**，迄今为止标普 500 指数和道琼斯工业股票平均价格指数的跌幅均不到 0.2%。纳斯达克指数上涨 0.6%，**小盘股罗素 2000 指数表现突出**，11 月以来上涨了 16.0%，并在本周创下 2018 年 8 月以来的历史新高。**本周周期股领涨**，这与小盘股的突出表现一致，其中能源板块表现最佳，金融、原材料和工业板块紧随其后。另一方面，相对抗跌的公用事业和医疗保健板块明显落后，跌幅均超过 2.8%。
- 在本月回落至 8 月低点之后，**芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX)** 来到了另一个潜在的岔路口。现在的问题是波动率将继续降至更符合历史均值的疫情后低点，还是会随着新冠肺炎病例增加和局部封禁而水涨船高。尽管目前尚不清楚波动率指数的最终走向，**我们认为波动率下降仍是延续当前牛市的最大潜在催化剂之一**。今年的波动率高于平均水平，鉴于股票正向回报与低波动率之间存在很强的历史相关性，如果 2021 年波动率降低，我们相信股市将有望受益。
- **经济数据好坏参半或略呈负面，初请失业金人数五周来首次增加**，达 74.2 万人。这个数量多于预期。零售销售数据也不及预期，多地经济活动指数同样低于普遍预期。成屋销售数量达 685 万套，超出预期，费城联储活动指数同样超出市场普遍预期，稍微抵消了部分负面数据。

波动率：2020 年再次走高，还是会下降并助推股市?

芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX)




资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2018 年 11 月 19 日美国中部时间 11:10

## 加拿大

Sayada Nabi 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- **10 月加拿大消费物价指数小幅走高，同比上升 0.7%**。在此之前的 9 月同比涨幅为 0.5%。食品价格在前几个月呈下降趋势后，同比上涨了 2.3%。另一方面，能源价格延续跌势，同比下降 6%，不过仍高于春季低点 -23.7% 的水平。10 月不含食品和能源的物价上涨 0.8%，与 9 月持平。尽管按揭利率环比下降 0.7%，对独栋住宅的需求增加推高了新屋成本。房主置换成本指数环比上升 1.4%，是自 1991 年 6 月以来的最大月度增幅。置换成本指数根据新的住房价格计算，反映与恢复正常贬值导致的损失价值相关的基本支出。不出所料，**酒店和旅游需求大幅下降限制了服务业的价格上涨**，该行业仍处于与疫情相关的压力之下。
- **10 月加拿大二手房成交量同比增加 32.1%。所有主要市场均实现双位数增长**，蒙特利尔以 35.9% 的增幅领先。最新放盘规模较小，全国同比增长 15.9%。多伦多放盘数量同比增长 36%，位居榜首，这主要是由于市中心待售公寓数量增加。由于在家生活和工作的时间增多，**疫情将买家吸引到郊区**。受独栋住宅价格大涨的推动，MLS 综合房价指数以三年多来的最快速度上升。另一方面，随着购房者搬离市中心，**公寓市场仍是薄弱环节**。与春季相比，多伦多和温哥华的公寓价格持平或走低。考虑到移民很少和失业率高企的前景，**加拿大皇家银行经济研究部预计短期内公寓价格将继续下跌**。

## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **匈牙利和波兰否决了欧盟的最新预算和救助方案**，反对附加的详细条款。今年 7 月，欧盟领导人同意将 2021-2027 年 1.07 万亿欧元的预算以及 7500 亿欧元以共同债务为支撑的救助计划，与各国政策、法治和维护欧盟共同价值观挂钩。现在需要一致投票通过这项七年期预算案，并允许欧盟委员会发行联合债券。
- **长期僵局可能会破坏欧盟在这场危机中所描绘的团结形象**，催生民粹主义幽灵。欧盟一直积极有效地寻求解决方案，支持艰难应对新冠肺炎疫情的行业和经济体。僵局将意味着意大利和西班牙等严重受创的国家将无法获得资金。市场普遍预期这些国家将在 2021 年二季度结束前获得这笔资金。这种延迟令人失望，不过只要能在金融市场上以较低成本获得融资就仍在可控范围之内。
- **我们相信最终妥协的意愿将占上风**。过去几年波兰和匈牙利从欧盟获得了大量资金，这两个国家都能从救助计划中得到相当大的支持。阻挠程序就等于搬起石头砸自己的脚。此外，欧洲理事会目前由德国主导，其领导人默克尔仍有很大影响力，并希望这一共同债务机制成为她的遗产。外汇市场认同我们的观点：过去一周欧元保持平稳。
- **西班牙上市银行西班牙对外银行 (BBVA) 宣布，将以 97 亿欧元的价格将其美国子公司 BBVA Bancshares 出售给 PNC 金融服务集团**。售价相当于近 20 倍的往绩市盈率和有形账面价值的 1.34 倍，较 BBVA 集团的估值有很大溢价，11 月 16 日周一消息公布后将 BBVA 股价推高逾 15%。BBVA 随后宣布，正在与西班牙竞争对手萨瓦德尔银行 (Banco de Sabadell) 就两家实体之间可能的合并进行初步讨论，推动周内萨瓦德尔银行的股价上涨了 24%。
- **进一步的国内市场并购活动对欧洲银行业而言属于良性发展**，不过我们认为不会引发一大波整合浪潮，对大型跨境交易的可能性也仍持怀疑态度。相反，我们认为西班牙和意大利等零散市场可能会出现更多并购交易。

## 亚太区

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

- 在新冠肺炎疫苗以及近期签署区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP) 利好消息的推动之下，**本周亚太股市普遍走高**。RCEP 是世界上最大的自贸协定，覆盖 15 个亚太国家约 22 亿人口，GDP 在全球占比近 30%。彼得森国际经济研究所估计，未来 10 年 RCEP 将为世界贸易增加 5000 亿美元。我们认为该协定是东盟 (Association of Southeast Asian Nations) 中等强国外交的一次胜利，同时也是中国在经济和公共关系方面的一次重大胜利。
- **由于新冠肺炎每日感染病例创下纪录，首相菅义伟表示日本已进入“最高警戒状态”**。东京将警戒级别提高到四级的最高水平，首都将首次出现超过 500 例新增病例。大东京地区约占日本 GDP 的三分之一，我们认为企业控制新冠肺炎疫情的任何限制措施都将对经济产生巨大影响。尽管如此，由于政府缺乏限制商业活动的法律手段，**我们预计不会采取严厉的封锁措施**。
- **美国证券交易委员会 (SEC) 正在推进一项威胁将中国公司从美国证券交易所摘牌的计划**。据彭博社报道，SEC 计划推出一项新规，将不符合美国审计规定的公司摘牌。尽管预计该计划不会很快准备就绪，观察人士预计将会获得广泛支持，因为打压中国对共和党和民主党来说都具有吸引力。
- **软银集团 (9984 JP) 拥有 800 亿美元现金，可用于投资机会和股票回购**。软银首席执行官孙正义表示，由于担心新冠肺炎疫情持续蔓延，软银出售了部分投资，从而获得了这笔现金。

## 市场行情

### 数据截至 2020 年 11 月 19 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 | 3,581.87 | 9.5% | 10.9% | 14.8% | 33.1% |
| 道琼斯工业平均指数 | 29,483.23 | 11.3% | 3.3% | 5.5% | 17.9% |
| 纳斯达克指数 | 11,904.71 | 9.1% | 32.7% | 38.9% | 69.4% |
| 罗素 2000 指数 | 1,784.13 | 16.0% | 6.9% | 11.6% | 19.2% |
| 标普 / 多伦多综合指数 | 16,909.81 | 8.5% | -0.9% | -0.6% | 12.2% |
| 富时全股指数 | 3,578.41 | 13.6% | -14.7% | -11.6% | -6.7% |
| 欧洲斯托克 600 指数 | 387.60 | 13.2% | -6.8% | -4.4% | 9.1% |
| 欧洲斯托克 50 指数 | 3,451.97 | 16.7% | -7.8% | -6.6% | 9.2% |
| 恒生指数 | 26,356.97 | 9.3% | -6.5% | -2.7% | -0.1% |
| 上证综指 | 3,363.09 | 4.3% | 10.3% | 14.6% | 24.4% |
| 日经 225 指数 | 25,634.34 | 11.6% | 8.4% | 10.1% | 17.5% |
| 印度 Sensex 指数 | 43,599.96 | 10.1% | 5.7% | 7.7% | 21.9% |
| 新加坡海峡时报指数 | 2,777.00 | 14.6% | -13.8% | -14.3% | -9.4% |
| 巴西 Ibovespa 指数 | 106,669.90 | 13.5% | -7.8% | 0.8% | 21.4% |
| 墨西哥 Bolsa IPC 指数 | 41,868.82 | 13.2% | -3.8% | -4.0% | -1.1% |
| **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) | 1,867.36 | -0.6% | 23.1% | 26.8% | 52.5% |
| 白银 (现货美元 / 盎司) | 24.11 | 1.9% | 35.0% | 40.6% | 67.1% |
| 铜 ( 美元 / 吨 ) | 7,069.50 | 5.4% | 15.0% | 20.7% | 12.3% |
| 原油 (WTI 现货 / 桶 ) | 41.74 | 16.6% | -31.6% | -24.4% | -26.5% |
| 原油 (布伦特现货 / 桶) | 44.37 | 18.4% | -32.8% | -27.2% | -33.6% |
| 天然气(美元/百万英热单位) | 2.60 | -22.5% | 18.7% | 3.5% | -44.7% |

| 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 | 0.841% | -3.3 | -107.7 | -94.2 | -222.2 |
| 加拿大 10 年期债券 | 0.682% | 1.9 | -102.0 | -76.4 | -167.4 |
| 英国 10 年期债券 | 0.323% | 6.1 | -49.9 | -41.0 | -105.5 |
| 德国 10 年期债券 | -0.571% | 5.6 | -38.6 | -23.2 | -94.4 |
| **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 | 1.20% | 0.6% | 6.9% | 7.1% | 19.3% |
| 美国投资级企业债券 | 1.89% | 1.8% | 8.4% | 9.2% | 25.3% |
| 美国高收益企业债券 | 4.80% | 3.2% | 4.4% | 6.8% | 14.4% |
| **货币** | **汇率** | **月初至今** | **年初至今** | **1 年期** | **2 年期** |
| 美元指数 | 92.2610 | -1.9% | -4.3% | -5.7% | -4.1% |
| 加元 / 美元 | 0.7660 | 2.0% | -0.5% | 1.6% | 0.9% |
| 美元 / 加元 | 1.3055 | -2.0% | 0.5% | -1.6% | -0.9% |
| 欧元 / 美元 | 1.1877 | 2.0% | 5.9% | 7.2% | 3.7% |
| 英镑 / 美元 | 1.3269 | 2.5% | 0.1% | 2.7% | 3.2% |
| 澳元 / 美元 | 0.7292 | 3.8% | 3.9% | 6.8% | 0.0% |
| 美元 / 日元 | 103.7600 | -0.9% | -4.5% | -4.4% | -7.8% |
| 欧元 / 日元 | 123.2400 | 1.1% | 1.2% | 2.5% | -4.4% |
| 欧元 / 英镑 | 0.8951 | -0.5% | 5.8% | 4.4% | 0.5% |
| 欧元 / 瑞郎 | 1.0814 | 1.2% | -0.4% | -1.5% | -5.0% |
| 美元 / 新加坡元 | 1.3443 | -1.6% | -0.1% | -1.2% | -2.0% |
| 美元 / 人民币 | 6.5840 | -1.6% | -5.4% | -6.3% | -5.2% |
| 美元 / 墨西哥比索 | 20.1511 | -4.8% | 6.5% | 4.2% | -1.1% |
| 美元 / 巴西雷亚尔 | 5.3087 | -7.6% | 31.7% | 40.5% | 41.2% |

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 19 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 103.76，表示 1 美元可兑换 103.76 日元。美元兑日元回报为 -4.5%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 4.5%。

## 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

Sayada Nabi – 加拿大多伦多
sayada.nabi@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多
arete.zafiriou@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.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 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。**