

全球 透视

周刊

回归之路

Kelly Bogdanova – 旧金山, Frédérique Carrier – 伦敦和 Jim Allworth – 温哥华

不同于历史上任何一年的尾声已近, 2021年有望出现一些变化。挑战和担忧无疑依然存在, 但新的经济和投资时代已近在眼前, 本期我们探讨在新的一年里投资者可以期待什么。

充满挑战的2020年即将过去。是时候展望未来了。

随着经济和企业利润进一步复苏, 我们认为超低利率将使得股票成为2021年的首选资产类别, 同时也使得固定收益投资更具挑战性。

近期我们美国、加拿大、欧洲和亚洲的专家和策略师团队发表了《全球透视2021年度展望》, 阐述了加拿大皇家银行财富管理对经济、股市和固定收益的看法, 以及对货币和大宗商品的预测。

重要的是, 这份报告谈及我们经常听到、尤其是自新冠肺炎疫情爆发以来投资者说到的共同关切:

- 政府已经负债累累, 没有迹象表明借款会在短期内减少。债务加重是否可持续? 经济和纳税人有何风险?
- 美国经济仍处于重启阶段, 通胀将从何而来? 投资者可以通过观察什么来判断可能会如何积聚价格压力?
- 由于许多国家的利率接近或低于零利率, 过去对固定收益投资有效的方式未来可能不会奏效, 这一点正变得愈加明显。

以下是 [2021年度展望](#) 的全文要点和每一篇文章的链接。



市场脉搏

- 3 美国市场不再受困于新冠肺炎担忧
- 3 加拿大发布备受期待的最新财务报告
- 4 欧洲央行或扩大扶持行动
- 4 香港融资活动增加

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年12月3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12月3日15:146; 分发: 美国东部时间2020年12月3日16:47



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。

未来世界

到 2021 年时，新冠肺炎疫情对经济的损害有望大幅减少，同时人们对社会和商业景气恢复的信心也有望增强。随着 GDP 回升至大流行前的峰值，已经开始复苏的企业盈利在 2021 年至 2022 年期间可能会表现好于预期。

主要市场的股票已经在一定程度上体现了这种盈利上升轨迹，但并不是全部。我们预计 2021 年股市将提供诱人的整体回报，或许 2022 年也会如此。

在此之后，我们预计经济增长放缓将会抑制整体盈利和商业价值的增长，从而产生竞争激烈的商业环境。出生率降低和保护主义也许会产生影响。投资者还应考虑中国因素的影响。

就长线定位而言，我们认为股票投资组合应主要由销售额、盈利和股息增长能够令人高度信服地快于经济增速的企业股票构成。

债务困局

自新冠肺炎疫情爆发以来，公共债务急剧膨胀。对于发达经济体来说，目前已经超过二战后的水平，超过 GDP 的 120%。如果将表外的民间负债考虑在内，债务状况甚至更为严峻。

我们认为近期和中期债务负担增加是可控的。包括美国在内，超低利率实际上压低了偿债成本，这种趋势有望在未来几年持续下去。

不过我们认为随着接下来的几年债务成本开始上升，最终将会限制政府预算和服务，并可能导致税率上调。

长远来看，高债务负担可能会成为政策制定者进一步压低利率的强大动力。投资者应该考虑低利率环境下的策略，因为低利率环境的持续时间可能远远超出人们认为合理的范围。

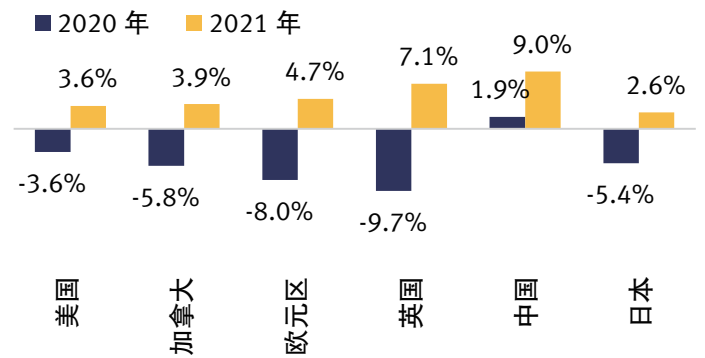
通胀：生存还是毁灭？

通胀由春季较为疲软的数据开始反弹。政府让经济停止运作，然后重启。通货膨胀对“重启”作出了回应。

在通胀有望持续走高之前，我们希望看到经济进一步开放。尤其是现在我们面临着“第二轮”停摆和疫苗乐观情绪的乱流。

在本文中，加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 阐述了一系列可能会在短期和长期影响通胀的问题。

加拿大皇家银行年度实际 GDP 增长预测（同比）



资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理；2020 年 11 月

固定收益：未死，只是不同

2021 年初的收益率将远低于 2020 年初，考虑到一年前的收益率已经相当低，这就显得不同寻常。这一点使得再投资环境更具挑战性。

我们建议在固定收益投资组合中拆分保本和创收的角色。

优质债券和现金等价物证券可以为投资组合增加压舱物，并在市场波动期间成为潜在的资金来源。这些收益率较低的头寸可以由提供较高收益率、评级较低的次级证券进行补偿，从而维持整体收益。

2021 年投资观点

与全球金融危机之后相比，所有主要经济体似乎都将以前高得多的速度达到之前的最高产出水平。

2021 年各大央行也许会继续全力加大刺激力度。不过由于人们担忧政策工具已接近极限速度，我们预计决策者将对当前计划进行微调，从而提供最有效、最集中的援助，支撑经济复苏。

在衰退结束后的 12-18 个月里，企业盈利通常会出现非常迅速的追赶型增长。超低利率持续存在有望支撑高于平均水平的股票估值。我们建议投资者对股票持增持立场。

文中包含我们对美国、加拿大、英国、欧洲和亚洲股票和固定收益市场的展望，以及对货币和大宗商品的预测。



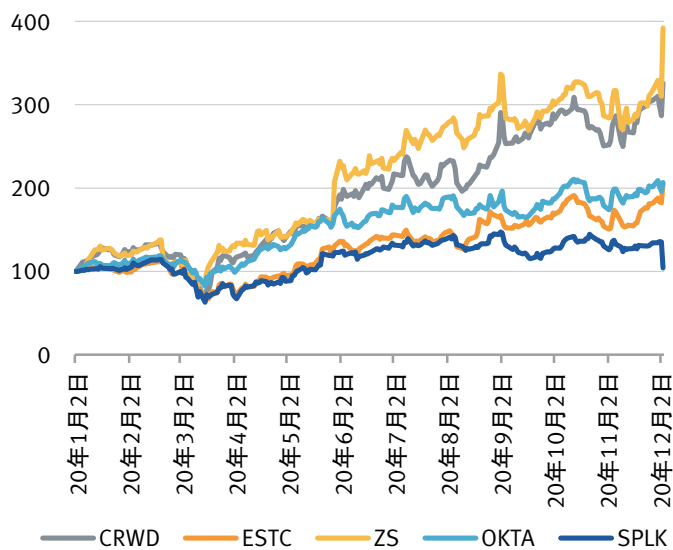
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **本周美国股指再创新高。**疫苗乐观情绪、财报稳健、持续低利率带来的有利因素以及担心错失本季度股市上涨机会，足以弥补人们对假日期间新冠肺炎病例增加和财政刺激谈判停滞的担忧。
- **随着 2020 年三季度财报季临近，投资者的注意力转向几家通常较晚发布财报的软件公司，**这些公司在本周公布了财报。由于新冠肺炎疫情导致商业行为发生变化，该部门受益于与之相关的长期趋势不断提速带来的强劲增长。分析师们曾经对今年这些公司的股价快速上涨，以及其业绩能否达到相对较高的普遍预期表示担忧。普遍的答案是肯定的，五分之四的领涨股在发布报告后实现了双位数百分比涨幅（参见图表）。
- **但在后新冠肺炎疫情时代的 2021 年，**如果软件公司快速增长的销售额开始放缓，价值股也取代增长股成为股票投资的主体，**这些公司可能会面临挑战。**加拿大皇家银行资本市场有限公司的软件分析师 Alex Zukin 建议投资者关注增

今年软件股表现强劲，但也有例外

本周公布业绩的部分美国软件股表现



Crowdstrike(CRWD)、Elastic(ESTC)、Zscaler(ZS)、Okta(OKTA) 和 Splunk(SPLK) 年初迄今涨跌幅

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Thomson One Refinitiv；数据截至 2020 年 12 月 3 日，以 2020 年 1 月 2 日的值为 100

长较快的公司股票，因为这些股票的估值至少看似相对合理，如果短期基本面略低于较高预期，下跌风险也会较低。

- **本周宣布了几项并购交易。**标普全球 (SPGI) 计划以 440 亿美元收购 IHS Markit(INFO)， salesforce.com(CRM) 将以 277 亿美元收购 Slack Technologies(WORK)，澳大利亚麦格理集团 (Macquarie Group) 将以 17 亿美元收购美国财富管理公司 Waddell & Reed(WDR)。尽管今年全球并购交易额较去年减少 12%，但夏末以来并购活动出现了强劲反弹，原因是 CEO 们的关注重点投向在当前经济衰退之后获得长期增长。
- **OPEC+ 会议将于 12 月 3 日周四开始举行，分析师预计该组织将再次延长石油减产措施两到三个月。**这种情绪将油价推高至 9 个月高点，并提振了能源股，为这个陷入困境的行业提供了一些慰藉。



加拿大

Luis Castillo – 多伦多

- **根据加拿大统计局的报告，9 月加拿大 GDP 增长 0.8%。**尽管这标志着连续第五个月的增长，总体经济活动仍比大流行前的水平低 5%。**按年率计算，三季度 GDP 增长 40.5%，不及预期，不过**因为给企业摆脱新冠肺炎疫情封锁措施开了绿灯，**这表明经济活动出现了显著反弹。**与去年同期相比，加拿大消费者在商品和住宅投资方面的支出有所增长，这在很大程度上归功于政府和央行对消费者转移支付以及低利率的巨大支持。不过，最近几周重新采取遏制措施表明今后将会难以实现进一步的增长。加拿大统计局指出，全面恢复到大流行前的水平可能会比以前趋势显示的时间更长。
- **副总理兼财政部长 Chrystia Freeland 发布了备受期待的《2020 年度秋季经济报告》，**距离上一次正式预算更新已经过去了近 18 个月。政府宣布将在大流行后增加 700-1000 亿加元的开支，**预计今年的赤字将达到创纪录的 3820 亿加元，比此前预期多出 390 亿加元。**报告强调危机期间损失的工作岗位当中近 80% 现已恢复，破产情况仍低于大流行前的水平。不过报告指出随着 2021 年的到

来，大流行风险依然存在，**财政支持仍有必要**。部分最值得关注的提案包括防止新冠肺炎疫情传播的医疗保健投资、扩大并延长加拿大紧急工资补贴的期限、延长加拿大紧急租金补贴和封禁支持计划，以及临时支持有小孩子的家庭享受加拿大儿童福利的权利。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **英国批准了辉瑞/BioNTech 新冠肺炎疫苗并即将接种，这给 2021 年的英国经济更加全面地重启带来了希望。**在今年 GDP 大幅萎缩之后，该消息受到欢迎。
- 尽管如此，**英国脱欧仍是一个挑战**，因为直到现在谈判都没有结果。由于英国和欧盟在渔业、公平竞争环境和治理等问题上仍存在很大分歧，现阶段难以衡量进展。协议悬而未决。**12月10日召开的欧洲理事会会议可能会为推进谈判提供必要的催化剂。**鉴于欧洲议会在年底前批准协议的时间所剩无几，任何可能达成的协议都可能会在明年1月1日临时实施，之后还要通过欧盟及其成员国议会的批准程序。
- **在欧洲，去年秋季实施的封禁措施有助于减少每日新增新冠肺炎感染人数，不过代价是服务业活动大幅收缩。**11月欧元区 Markit 服务业采购经理人指数 (PMI) 进一步萎缩至可怜的 41.7。在封禁中继续营业的制造业部门结果较为稳健，达 53.8，略高于 10 月的数据。
- 由于面临经济困难和 11 月通胀率仍稳定在 -0.3% 的水平，我们认为下周**欧洲央行会将大流行病紧急购买计划提高约 5000 亿欧元。**

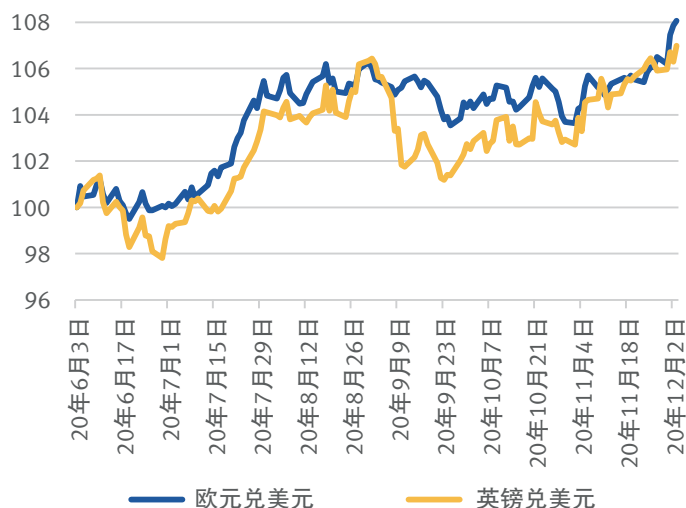


亚太区

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

- **在中国内地和香港市场，本周周期股和“旧经济”股票的人气继续高于“新经济”股票。**随着许多公司的股价

随着英国脱欧谈判接近最后期限，欧元似乎开始获得动力相对美元的涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Thomson One Refinitiv；数据截至 2020 年 12 月 2 日，以 2020 年 6 月 3 日的值为 100

创下新高，包括小米 (1810 HK)、比亚迪 (1211 HK)、龙湖 (960 HK) 在内的大公司开始了融资活动。

- **12月2日，中国智能手机制造商小米 (1810 HK) 完成了 39.1 亿美元的融资，**这是香港市场迄今为止规模最大的增发配股。股权部分融资 30.6 亿美元，可转换债券融资 8.55 亿美元。该公司表示，作为增发交易的一部分，以每股 23.70 港元的价格发售了 10 亿股股票。最终定价较小米 12 月 1 日 26.15 港元的收盘价折让 9.4%。
- **中国电商巨头京东 (9618 HK) 旗下的在线医疗平台京东健康 (6618 HK) 通过 IPO 融资 270 亿港元 (35 亿美元)。**该公司定于 12 月 8 日在香港上市交易。根据彭博社编制的的数据，此次 IPO 也是今年香港上市规模最大的首次公开募股 (不算 6 月京东二次上市)。
- **中国外卖巨头美团 (3690 HK) 公布的 2020 年三季度业绩强劲，**营收同比增长 29%，达 354 亿元人民币，高于市场普遍预测。不过，**该公司表示将大举投资生鲜电商业务，**包括增强仓储网络和物流能力，在年底前将业务扩张至 1000 多个市县。生鲜电商业务仍处于早期阶段，管理层表示**投资可能会在短期内损害利润。**



市场行情

数据截至 2020 年 12 月 3 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	3,666.72	1.2%	13.5%	18.5%	31.4%
道琼斯工业平均指数	29,969.52	1.1%	5.0%	9.0%	16.0%
纳斯达克指数	12,377.18	1.5%	37.9%	45.3%	66.3%
罗素 2000 指数	1,848.70	1.6%	10.8%	15.4%	19.4%
标普 / 多伦多综合指数	17,398.02	1.2%	2.0%	3.0%	13.9%
富时全股指数	3,672.88	3.7%	-12.5%	-7.5%	-4.9%
欧洲斯托克 600 指数	391.72	0.6%	-5.8%	-1.7%	8.5%
欧洲斯托克 50 指数	3,517.10	0.7%	-6.1%	-2.6%	9.4%
恒生指数	26,728.50	1.5%	-5.2%	1.3%	-1.7%
上证综指	3,442.14	1.5%	12.9%	19.3%	29.7%
日经 225 指数	26,809.37	1.4%	13.3%	14.7%	18.8%
印度 Sensex 指数	44,632.65	1.1%	8.2%	9.7%	23.2%
新加坡海峡时报指数	2,822.34	0.6%	-12.4%	-11.1%	-11.5%
巴西 Ibovespa 指数	112,291.60	3.1%	-2.9%	3.1%	25.0%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	43,934.21	5.2%	0.9%	3.9%	4.4%
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)	1,841.05	3.6%	21.3%	24.6%	49.6%
白银 (现货美元 / 盎司)	24.09	6.4%	34.9%	40.3%	67.4%
铜 (美元 / 吨)	7,666.50	1.3%	24.7%	32.4%	21.4%
原油 (WTI 现货 / 桶)	45.64	0.7%	-25.3%	-18.6%	-13.8%
原油 (布伦特现货 / 桶)	48.75	2.4%	-26.1%	-19.8%	-21.0%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.52	-12.7%	14.9%	3.0%	-42.0%

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	0.911%	7.2	-100.6	-80.5	-205.9
加拿大 10 年期债券	0.740%	6.9	-96.2	-70.7	-149.5
英国 10 年期债券	0.322%	1.7	-50.0	-34.8	-99.1
德国 10 年期债券	-0.556%	1.5	-37.1	-20.8	-86.2
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	1.21%	-0.4%	6.9%	6.5%	19.2%
美国投资级企业债券	1.84%	-0.5%	8.9%	8.9%	25.9%
美国高收益企业债券	4.56%	0.3%	5.5%	7.8%	15.6%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	90.6730	-1.3%	-5.9%	-7.2%	-6.6%
加元 / 美元	0.7775	1.1%	1.0%	3.4%	2.6%
美元 / 加元	1.2861	-1.1%	-1.0%	-3.3%	-2.5%
欧元 / 美元	1.2148	1.9%	8.3%	9.6%	7.0%
英镑 / 美元	1.3460	1.0%	1.5%	3.6%	5.8%
澳元 / 美元	0.7442	1.3%	6.0%	8.7%	1.1%
美元 / 日元	103.8500	-0.4%	-4.4%	-4.4%	-8.6%
欧元 / 日元	126.1600	1.4%	3.6%	4.8%	-2.2%
欧元 / 英镑	0.9025	0.8%	6.7%	5.8%	1.1%
欧元 / 瑞郎	1.0822	-0.2%	-0.3%	-1.1%	-4.5%
美元 / 新加坡元	1.3334	-0.6%	-0.9%	-2.3%	-2.5%
美元 / 人民币	6.5429	-0.5%	-6.0%	-7.3%	-4.9%
美元 / 墨西哥比索	19.8961	-1.4%	5.1%	1.7%	-2.3%
美元 / 巴西雷亚尔	5.1577	-3.8%	28.0%	36.5%	34.2%

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。数据截至美国东部时间 2020 年 12 月 3 日 16:35。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.77，表示 1 加元可兑换 0.77 美元。加元兑美元回报为 1.0%，表示年初至今加元兑美元上涨 1.0%。美元 / 日元为 103.85，表示 1 美元可兑换 103.85 日元。美元兑日元回报为 -4.4%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 4.4%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Jim Allworth – 加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Luis Castillo – 加拿大多伦多

luis.castillo@rbccm.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： Jim Allworth 和 Luis Castillo 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。