加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周刊

消化冲击?

Kelly Bogdanova – 旧金山

尽管股市依旧前路坎坷，一系列催化剂的共同作用推动了强劲反弹。我们评估了全球股市反弹，但应当提醒现在还不是自满的时候，因为大量不确定因素和风险可能会动摇市场。

在 3 月 23 日多国和全球股指跌至低点之后，股市普遍大幅反弹。此后标普 500 指数跃升 25.1%，加拿大标普多伦多综指攀升 23.8%，欧洲主要股指反弹 15.9%——所有这一切都发生在不到一个月的时间里。

这种走势减少了 2 月中旬全球基准股指创下历史新高以来出现的跌幅。拿标普 500 指数来说，从全球最高点到最低点的跌幅达 33.8%，而现在“仅”下跌了 17.2%。其它市场的情况同样有所好转，如图表所示。

诸多正当理由导致股市大幅反弹，这在过去 20 年的主要熊市期间并非罕见现象。事实上，标普 500 指数的走势与近代历史走势大体吻合。

但现在不是对诸多市场风险感到自满的时候。我们仍认为适当的做法是减持投资组合中的股票至低于长期战略推荐水平。股市走强使得尚未减持的投资者有机会重新配置投资组合。

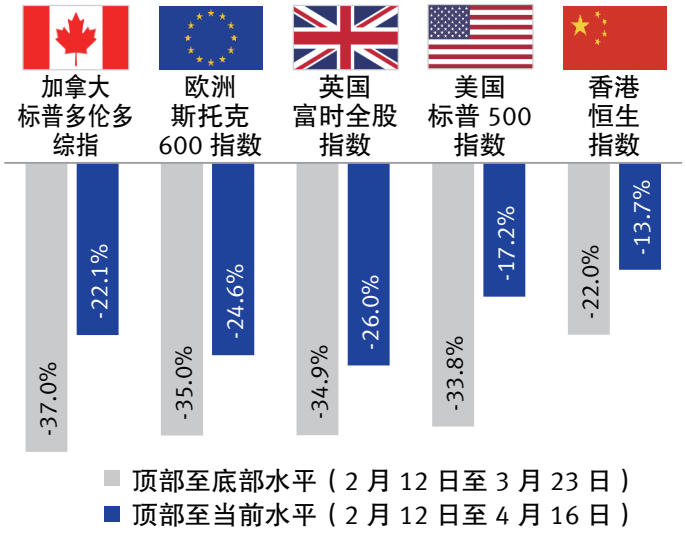
我们概述了近期反弹背后的推动因素，将其与之前熊市时期的走势进行比较，并探讨了尚未消除的风险。

鼓舞士气的因素

新冠肺炎方面的负面新闻铺天盖地，有时每个小时都会有更新，涌向股市，如今已经逐步减少并开始出现曙光，这在过

股指已经收复部分失地

2020 年 2 月 12 日 MSCI 全球指数见顶以来指数涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

市场脉搏

3 美国银行为经济衰退做好准备
3 加拿大央行加大刺激力度
4 量化新冠肺炎对欧洲经济的影响
4 日本股票评级下调为观望

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 4 月 16 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 4 月 16 日 17:42；传播：美国东部时间 2020 年 4 月 16 日 18:10

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。

去几周提振了股市：

- 美国、加拿大和西欧的新冠肺炎感染疫情已有所缓解。在意大利、西班牙和纽约等受灾最严重的地区每日死亡人数也有所下降。
- 有迹象表明，主要经济体的某些部分（无论是某些地区还是有限的几个行业）可能会在几周而不是几个月内开始放开管制。
- 为了维持和支撑包括高收益债券在内的信贷市场，美联储最近宣布了创纪录的 2.3 万亿美元贷款和债券购买工具，股市对此表示欢迎。它消除了迫在眉睫的信贷紧缩风险。此外，市场参与者意识到美联储的箭筒里还有更多的箭。
- 每天大幅减产 970 万桶的 OPEC+ 协议消除了原油和股票市场的潜在负面影响。虽说由于新冠肺炎导致停产令需求崩溃，石油市场依然相当疲软，但至少主要产油国可以开始削减供应。

理解此次反弹的实质

虽然在不同熊市时期促成熊市反弹的催化剂千差万别，有趣的是反弹的幅度相近。

比如说，在此次新冠肺炎危机期间，标普 500 指数从 3 月 23 日到 4 月 14 日的近期高点攀升了 27.2%。

据彭博社报道，在科技股泡沫破裂和 9·11 恐怖袭击导致的熊市期间，标普 500 指数三次反弹的幅度在 19.0% 至 21.4% 之间。

在全球金融危机导致的熊市期间，2008 年下半年标普 500 指数出现了两次大幅反弹，时间相隔不到一个月。首次升幅为 18.5%，随后的另一次则达 24.2%。

在整个熊市周期被逐出金融体系之前，这种走势为重新配置投资组合提供了机会。

前路依旧坎坷

尽管最近出现了一线曙光，负面消息也有所减少，此次由新冠肺炎导致的熊市仍面临诸多风险：

- 一连串负面经济数据才刚刚开始公布。我们认为，市场参与者将需要面对多国一系列数据出现创纪录或接近创纪录水平的下滑，以及主要经济体出现严重（和短暂）衰退。许多坏消息已经在市场中得到了体现。不过目前尚不清楚市场参与者是否低估（或高估）了经济萎缩的规模和持续时间。或许更重要的是，目前还不清楚他们对复苏轨迹的判断是否恰当。
- 主要经济体放开管制的过程中令情况变得复杂化和发生健康风险并非没有可能。越来越多的商业团体和一些民选官员呼吁进行大规模的“测试、测试、再测试”，以此作为恢复运作的关键要求，但美国和许多其它国家尚未广泛进行新冠肺炎和抗体测试。
- 迄今为止一季度财报季呈现了市场参与者所了解的情况，二季度和今后的业绩将会如何存在诸多不确定性。Refinitiv I/B/E/S 对 2020 年标普 500 指数每股估值142 美元的普遍预测已大幅下调，我们认为还将不得不继续下调。最近拿大皇家银行资本市场将其对 2020 年的预测下调至每股 135 美元，但如果下半年可能出现的经济复苏减弱或推迟，该预测将面临下行风险。
- 坊间证据显示许多机构投资者开始忽视 2020 年的盈利低谷并展望 2021 年。考虑到股市估值应该基于多年的利润而不仅仅是几个季度或一年的盈利，这也不难理解。但鉴于主要经济体放开管制和病毒扩散的相关风险挥之不去，眼下2021 年的前景仍不明朗。新冠肺炎疫情将会持续至未来数月还是明年？加拿大皇家银行资本市场预测 2021 年标普500 指数的每股价格为 153 美元，该预测取决于经济形势将会发生何种变化。

耐心等待

我们认为不确定性尚未消除说明应该有备无患，并减持投资组合中的股票。

短期内市场将不得不应对疲弱的经济数据、艰难的一季度财报季以及解除大规模隔离带来的不确性。长远来看，我们预计主要经济体和企业利润将会恢复活力。

美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

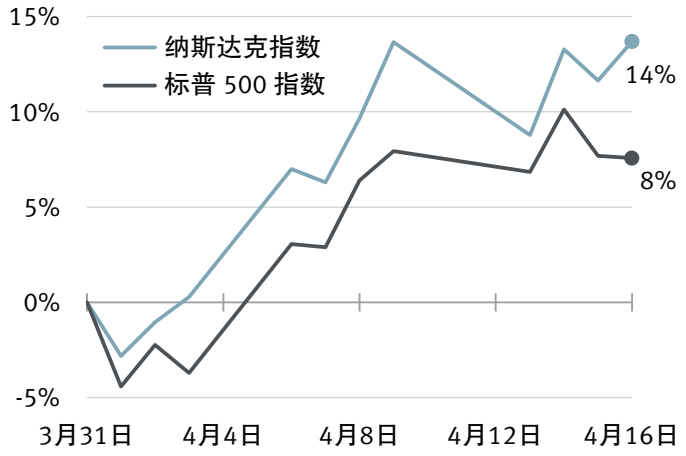
- 本周迄今美股出现严重分化，**纳斯达克指数**以 4.6% 的涨幅**轻松超越其它所有股指**。标普 500 指数和道琼斯指数距上周收盘点位均不足 1%，小盘股的表现继续显著滞后大盘，跌幅超过 5.5%。**在亚马逊网站 (Amazon.com) 周涨幅接近 20% 的强力助推之下，非必需消费品板块的强势表现最为显眼**。与主要股指相比，医疗保健和科技股也相对走强。大多数周期性板块明显走弱，跟房地产板块一样，能源、金融和原材料板块的跌幅均高于 5%。

- 备受期待的财报季本周拉开帷幕，摩根大通 (JPMorgan) 和联合健康 (UnitedHealth) 率先公布了银行和医疗保健行业的业绩。**迄今为止的共性，尤其是对银行业来说，就是实现的营收处于或高于 2019 年一季度的水平，每股收益却远低于一年前的水平**。对于金融行业来说，这是由于银行增加贷款损失准备金，即由于 2020 年可能出现经济衰退，银行提前为可能出现的损失拨备资金。**标普 500 指数中迄今为止已公布业绩的 10 家银行仅在本季度就增加了 235 亿美元的准备金**。具体以摩根大通为例，该公司增加了 68 亿美元的储备金，并预计二季度 GDP 将收缩 25% 左右，失业率则将超过 10%。在这种增加储备趋势中摩根大通并非个案，不过却是唯一强调目前准备应对具体的 GDP 和失业率水平的公司。

- 从经济角度来看，**尽管申请失业救济人数增速略有放缓，但仍迅速攀升**。上周初请失业人数增加了 660 万，本周再增 520 万，使 3 月以来初请失业金的总人数达到 2250 万。数据中非常微弱的一丝慰籍是在两周前初请失业金人数突破 690 万后，失业人数已连续第二周下降，本周报告的人数实际上少于普遍预测的 580 万。

价值股落后于增长股，纳指因而跑赢标普 500 指数

月初至今涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 4 月 16 日美国中部时间下午 12:00

加拿大

Arete Zafiriou 和 Ryan Harder – 多伦多

- 上个月新冠肺炎和控制疫情的努力扰乱了加拿大的商业运作，**3 月就业报告显示就业人数减少了 101 万人**。值得注意的是这当中包括 64.4 万失业人员，他们没有工作，却也并未积极寻找工作。酒店餐饮业受到的冲击最大，其次是信息、文化和娱乐行业。作为参考，**1976 年以来非农就业人口环比最大降幅为 2009 年 1 月时的 12.5 万人**。由于继 3 月调查之后又有 300 万人申请失业救济，加拿大皇家银行经济研究部预计 4 月就业报告中失业人数将会继续增加。

- **本周加拿大央行推出了新的企业债券购买计划 (CBPP) 和省级债券购买计划 (PBPP)，加拿大经济刺激措施大幅加码**。大多数省份的医疗支出承受着越来越大的压力，同时税收收入也持续大幅下降，由于在周三加拿大央行召开会议的前几周省级债券相对于联邦政府债券的息差扩大约一倍之多，这些省份的借贷成本都有所上升。这些计划规定的最高限额为 500 亿加元 (省级) 和 100 亿加元 (企业)，此前美联储也采取了类似举措，几周来一直购入企业债券、ETF，甚至包括一些高收益债券。**受此消息提振，省级债券和企业债券的表现有所好转**，截至周三收盘时省级债券和企业债券的债券息差收窄 20 个基点或以上。由于加拿大央行对银行已有特别安排，银行发行的债券被排除在 CBPP 之外，所有低于 BBB 评级的证券也是如此。

欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 尽管人们普遍预计英国将延长封锁期，**许多欧洲大陆国家（德国、西班牙、奥地利和丹麦）已开始考虑放松封锁措施**。放宽管制将需要进行可靠的检测和监测，从而应对可能出现的第二波和第三波感染。只有在疫苗问世后才有可能全面放宽管制，卫生专家表示最早也要等到 2021 年春季。

- **为了量化新冠肺炎对欧洲经济的影响，加拿大皇家银行资本市场模拟了五种情景**，其中全面封锁和后续社交疏离措施持续的时间各不相同。它认为最可能发生的情形（40% 的概率）是封锁期持续至 5 月底，6-9 月间继续实行社交疏离措施，此后经济恢复 97% 的潜能。其基本预测取这五种情形的加权平均值，其中包括上述情形和考虑可能出现第二波疫情的两种情形。**这种基本预测表明 2020 年欧元区 GDP 将同比收缩 13.6%**，并于 2021 年反弹 15.1%。

- **当前普遍预测 2020 年欧洲大陆盈利将同比下滑 13.5%**。考虑到 MSCI 欧洲（不含英国）指数中周期性公司的比例较高，**我们认为这种预测未免过于乐观**，实际盈利收缩幅度很可能会达到这个数字的数倍之多。一季度财报季已正式拉开帷幕，很少有公司敢于发布 2020 年全年业绩指引。但除了盈利本身，我们认为投资者还应关注资产负债表的质量，以及为了安然度过未来数月经济活动低迷，企业产生现金流或拥有足够流动性的能力。

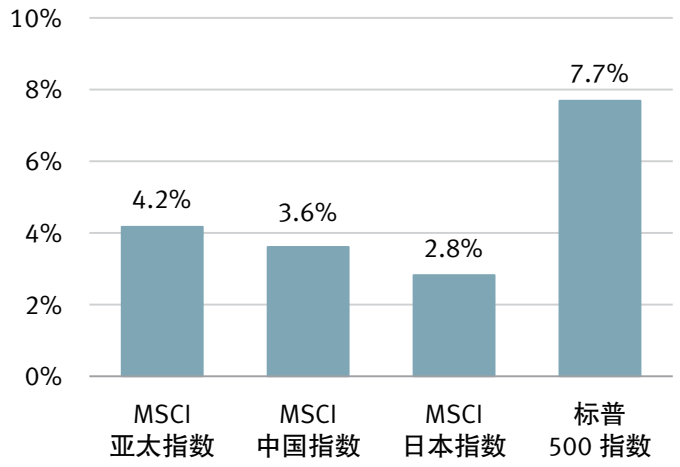
亚太区

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

- **本周亚太股市普遍走高，其中新西兰和台湾领涨**。新西兰新冠肺炎疫情扩散已有所放缓，有迹象表明政府可能最早在下周部分解除该国的封锁措施。**4 月 14 日台湾公布一个多月来首次无新增新冠肺炎病例**，这是台湾及早有效预防措施取得成效的最新迹象。

4 月亚股反弹，但落后于美股

月初至今涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 4 月 15 日

- **中国人民银行加码宽松货币政策**，将金融机构一年期中期贷款工具贷款利率降至 2.95% 的历史最低水平，并削减银行存款准备金率约 280 亿美元。观察人士认为，这些宽松举措是为**即将公布**一系列**可能非常疲弱的经济数据**做准备。此外，由于受到新冠肺炎疫情高峰期限制措施抑制的需求支撑销售，**3 月中国新房价格环比上涨 0.13%**。尽管出现回升，我们认为房价是否会全面反弹仍有待观察，因为中国领导层仍继续遏止炒房，而如果新冠肺炎病例再次激增，部分省份可能不得不再次封锁的风险依然存在。

- **全球投资咨询委员会 (Global Portfolio Advisory Committee) 已将日本股票评级由增持下调为观望**。该委员会认为中短期内日本股市很可能会出现区间震荡。尽管安倍政府和日本央行采取了前所未有的措施支撑经济和金融市场，至少在日本控制新冠肺炎疫情之前经济不太可能持续上行。正如上一期《*全球透视周刊*》所强调的那样，**我们预计紧急状态（目前已经扩大到全国范围）将把 2020 年的日本拖入更加严重的衰退**。

市场行情

数据截至 2020 年 4 月 16 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	2,799.55	8.3%	-13.3%	-3.7%	4.5%
道琼斯工业平均指数	23,537.68	7.4%	-17.5%	-11.0%	-4.2%
纳斯达克指数	8,532.36	10.8%	-4.9%	6.7%	19.2%
罗素 2000 指数	1,178.09	2.2%	-29.4%	-25.6%	-24.6%
标普 / 多伦多综合指数	13,899.32	3.9%	-18.5%	-15.8%	-9.2%
富时全股指数	3,102.13	-0.2%	-26.1%	-24.2%	21.9%
欧洲斯托克 600 指数	324.92	1.5%	-21.9%	-16.5%	-14.0%
欧洲斯托克 50 指数	2,812.35	0.9%	-24.9%	-18.8%	-18.3%
恒生指数	24,006.45	1.7%	-14.8%	-20.3%	-20.8%
上证综指	2,819.94	2.5%	-7.5%	-13.3%	-9.3%
日经 225 指数	19,290.20	2.0%	-18.5%	-13.2%	-11.7%
印度 Sensex 指数	30,602.61	3.8%	-25.8%	-22.1%	-10.8%
新加坡海峡时报指数	2,612.25	5.3%	-18.9%	-21.6%	-25.3%
巴西 Ibovespa 指数	77,811.90	6.6%	-32.7%	-17.5%	-6.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	33,759.75	-2.3%	-22.5%	-25.0%	-30.3%

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)	1,717.90	8.9%	13.2%	34.5%	27.6%
白银 (现货美元 / 盎司)	15.46	10.6%	-13.4%	3.0%	-7.3%
铜 (美元 / 吨)	5,082.00	2.9%	-17.4%	-21.4%	-26.1%
原油 (WTI 现货 / 桶)	19.87	-3.0%	-67.5%	-69.0%	-70.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	28.17	23.9%	-57.3%	-60.7%	-60.6%
天然气(美元/百万英热单位)	1.69	3.0%	-22.8%	-34.3%	-38.6%

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	0.617%	-5.2	-130.0	-197.3	-220.9
加拿大 10 年期债券	0.610%	-8.7	-109.2	-117.3	-166.4
英国 10 年期债券	0.302%	-5.4	-52.0	-91.7	-116.1
德国 10 年期债券	-0.474%	-0.3	-28.9	-54.0	-99.9

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	1.41%	1.6%	4.8%	11.3%	15.9%
美国投资级企业债券	2.74%	4.9%	1.1%	10.2%	15.5%
美国高收益企业债券	8.02%	5.2%	-8.1%	-3.2%	2.5%

货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	100.0960	1.1%	3.8%	3.1%	11.9%
加元 / 美元	0.7080	-0.4%	-8.0%	-5.5%	-11.0%
美元 / 加元	1.4123	0.4%	8.7%	5.8%	12.4%
欧元 / 美元	1.0831	-1.8%	-3.4%	-4.0%	-12.5%
英镑 / 美元	1.2446	0.2%	-6.1%	-4.6%	-13.2%
澳元 / 美元	0.6305	2.8%	-10.2%	-12.1%	-19.0%
美元 / 日元	107.8200	0.3%	-0.7%	-3.7%	0.7%
欧元 / 日元	116.7800	-1.6%	-4.1%	-7.6%	-11.9%
欧元 / 英镑	0.8703	-2.0%	2.9%	0.7%	0.8%
欧元 / 瑞郎	1.0509	-0.9%	-3.2%	-7.6%	-11.6%
美元 / 新加坡元	1.4285	0.5%	6.1%	5.5%	9.0%
美元 / 人民币	7.0814	0.0%	1.7%	5.5%	12.8%
美元 / 墨西哥比索	24.1626	2.1%	27.7%	28.0%	34.2%
美元 / 巴西雷亚尔	5.2530	0.9%	30.3%	39.0%	53.6%

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 4 月 16 日格林尼治时间晚上 9:35。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.70，表示 1 加元可兑换 0.70 美元。加元兑美元回报为 -8.0%，表示年初至今加元兑美元下跌 8.0%。美元 / 日元为 107.82，表示 1 美元可兑换 107.82 日元。美元兑日元的回报为 -0.7%，表示本年迄今美元兑日元上涨了 0.7%。

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@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@rbc.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： Arete Zafiriou 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 3 月 31 日

评级	数量	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务 数量	过去 12 个月提供的投资银行服务 百分比
买入[首选及跑赢板块]	755	51.64	220	29.14
持有[与板块持平]	619	42.34	126	20.36
卖出[跑输板块]	88	6.02	11	12.50

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。