

全球 透视

周刊

持棒呼喝

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

为了应对新冠肺炎大流行，继传统外交政策之后美联储的货币政策也作出了调整，同时辅以大規模量化宽松和流动性工具的承诺。而正如通常的目的一样，采取行动的简单承诺也许会减少实际行动的需要。

虽然本周的美联储会议没有放出过去两个月我们看到的大礼花，美联储主席鲍威尔再次放出豪言，表示“在此困难时期我们决心动用所有可用工具支持经济，我们将主动、积极地大力加以利用，直至确信已经稳步踏上复苏之路。”

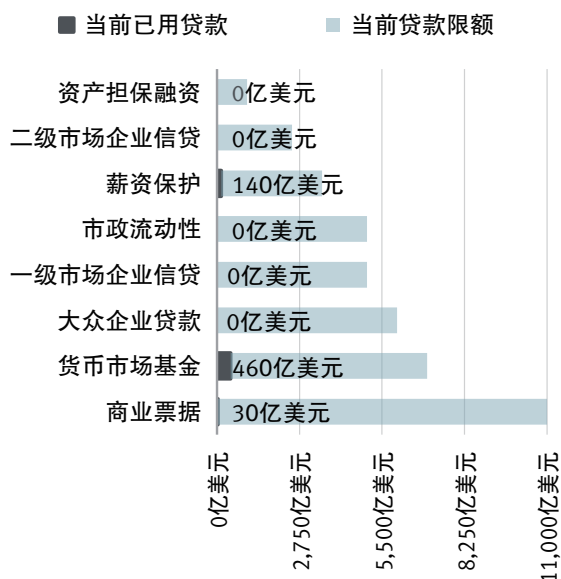
这些工具也就是美联储的大棒，即已经宣布的引导市场回归较正常运行状态的一系列贷款工具，尽管其中多数工具甚至尚未开始使用，还有的则几乎从未启用。

如第一张图表所示，首轮推出支持货币市场基金和商业票据市场的两个工具甚少动用，仅用到 500 亿美元，而潜在贷款总额接近 2 万亿美元。

4 月初宣布的 2.3 万亿美元信贷安排引起市场广泛关注，但现在还没有准备好，鲍威尔无法确定推出的日期，只是说会“很快”准备好。但即便如此，市场已基本重新开放，并重新平稳运行。随着企业寻求充实流动性，企业新债发行量达到历史高点，去年以来就连投机级企业也能最大限度地进入资本市场。

虽然由于每天持续购入约 100 亿美元的美债，本周美联储的资产负债表由年初时的 4 万亿美元升至突破 6.5 万亿美元的大关，实际上通过《新冠病毒疫情救助、减免与经济安全法案》(CARES Act) 拨出资金、由财政部提供支持的这些信贷

美联储上线贷款工具，使用方面仍存疑问



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储

市场脉搏

- 3 周期性板块引领美股反弹
- 3 加拿大应对流行病的支出
- 4 英国银行遭受减值损失冲击
- 4 国外低需求削弱中国制造业

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 4 月 30 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 30 日 17:12；传播：美国东部时间 2020 年 4 月 30 日 17:21



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。

和贷款工具也许多半不会动用。眼下采取行动的简单威胁对市场来说已经足够，不过如果市场再次出现波动，这些工具将随时准备充当强有力的后盾。

预测未来

如果说本周的美联储会议有何令人失望之处，那就是前瞻指引有限，声明中只是简单提到“委员会预计将在确信经济经受住近期事件考验、并有望实现充分就业和物价稳定目标之前维持这个目标区间(0%至0.25%)。”

这对未来的利率走势意味着什么？在2008年12月美联储首次将利率降至0%之后，整整7年时间后的2015年12月美联储才得以摆脱利率零下限。我们预计这一次不需要那么长的时间，不过我们相信几乎毫无疑问这将会是一个持续多年的过程。

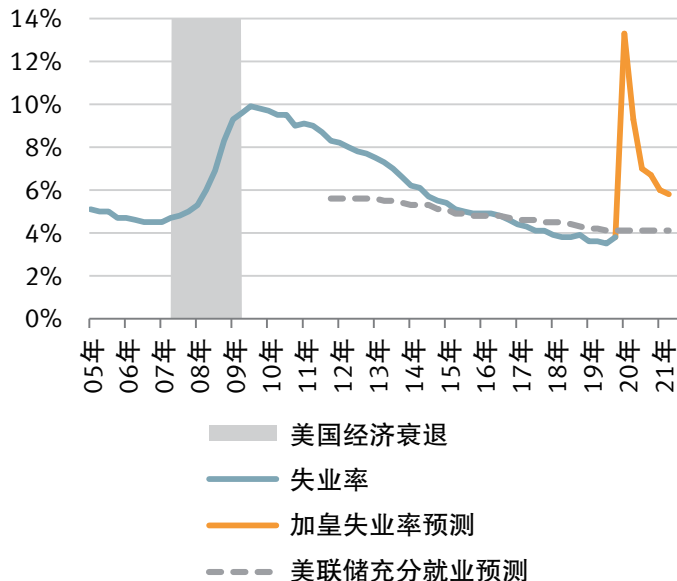
正如当时的情况一样，开始加息的首要障碍将是恢复充分就业。这一次的不同之处在于，美联储判断的充分就业水平很可能会处于更低水平。2015年时失业率曾与美联储估计的充分就业率5%趋同，随后拉开了加息周期的帷幕。2019年12月美联储最近一次提供经济预测时的水平接近4%。我们认为，这将为美联储可能会在何时再次脱离零利率下限提供大致的近似值。

正如最后一张图表所示，这需要时间。加拿大皇家银行经济研究部当前预计到2021年底时失业率将降至6%以下，而本季度的平均失业率为13.3%。此后复苏可能会较为缓慢；上一次失业率由6%降至4%用了2014年至2018年的四年时间。

结论

我们认为美联储在确保金融市场继续平稳运行这一既定目标方面基本上取得了成功。随着经济至少接近重新开放的第一阶段，我们认为美联储并未接近收回缰绳的时间节点。尽管大规模的财政和货币支持仍存疑问，美联储持棒呼喝的做法似乎正在发挥作用，实际上最终需要采取的行动也许是有限的。

美联储不太可能在美国经济恢复充分就业之前再次加息



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社



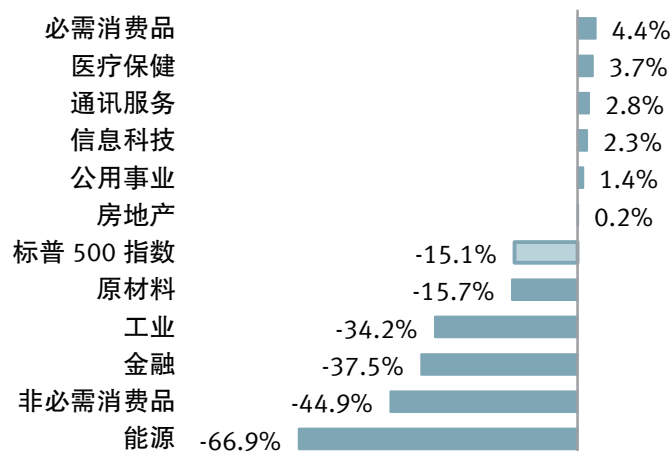
美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **4月美国股市大幅反弹**，不过并未达到2月底时的水平。本周低个位数涨幅已将本月股市升幅拉入低双位数区间。具体来说，**本周迄今标普500指数已上涨2.7%，本月累计上涨12.7%**。小盘股和纳斯达克指数的表现还要好些，4月增长股跑赢价值股，尽管本周迄今价值股表现突出。本月和本周**领涨的均为顺周期性板块**，因为在新冠肺炎导致的熊市中受创最为严重的板块往往会出现大幅逆转。相比之下，能源板块仍是今年表现最差的板块，跌幅超过30%，却也实现了接近双位数的周涨幅。其它表现表现突出的板块包括金融、工业和原材料等逐险性质的行业。
- 本周正值财报季高峰期，迄今为止公布的**业绩已将盈利预期逐步拉低**至当前普遍预测的观点，即2020年一季度每股收益萎缩15%。不过，好消息是对一季度的普遍看法正稳定于该预测水平，该季度业绩的不确定性逐步降低。根据汤森路透I/B/E/S的数据，预计本季度将有六个行业实现盈利增长，其它行业则将出现盈利收缩，其中能源行业(-67%)和非必需消费品行业(-45%)领跌。

周期性行业拉低美国盈利预期

2020年一季度盈利增长预期



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、汤森路透I/B/E/S；数据截至2020年4月30日

- **最近加拿大皇家银行资本市场的美国股票策略主管Lori Calvasina 试图将近期熊市与前三次调整相互比较**。首先，她发现这种反弹是合理的，但由于目前假设经济衰退将在二季度结束，这种反弹依然脆弱。其次，她发现目前小盘股和易受经济形势影响股票的领涨趋势可与以往衰退期间的类似反弹幅度不相上下。最终股市通常会在衰退结束前四个月触底，反弹幅度中值为34%。目前标普500指数较3月23日的低点上涨了约30%，时间上也正好处于二季度结束前的三个多月。
- **一季度美国GDP萎缩4.8%**，为2008年四季度以来的最大降幅。这在很大程度上是由于个人消费萎缩7.6%所致。最后，**初请失业金人数继续保持300万以上的趋势**，本周达380万，助推今年初请失业金总人数突破3000万，普遍预测显示目前有18%的劳动力处于失业状态。



加拿大

Sayada Nabi 和 Meika McKelvey – 多伦多

- 非常时期需要采取非常措施，加拿大各级政府对新冠肺炎的反应就表明了这一点。但**应对大流行的费用迅速增加**。联邦政府管理健康危机和支持经济计划已耗费超过2300亿加元(占GDP的10%)。每个省份都有独特需求，这意味着应对危机的方式会有所不同，不过加拿大皇家银行经济研究部估计所有省份都将实施数十亿美元的刺激计划。比如说，不列颠哥伦比亚省和阿尔伯塔省分别计划支出50亿加元和77亿加元，而迄今为止安大略省的支出达170亿加元，魁北克省则拨出了180亿加元。**尽管加拿大各省的财政状况将会出现实质性恶化，相对于经济产出而言，目前预测的赤字不会是它们所面临的最糟糕的情况**。加拿大皇家银行经济研究部表示由于预计加拿大央行将通过维持正常的融资成本和开放融资渠道提供流动性支持，短期内各省财政赤字增加不会成为严重问题。
- 通过出台多项流动性措施和首次推出量化宽松政策，加拿大央行(类似于美联储)在疏通加拿大企业债券市场和缩小加拿大信贷息差方面发挥了核心作用，并推动过去

一个月风险资产迅速发生转变。尽管大部分市场已经恢复正常运作，从流动性的角度来看属于积极动向，**受益于这些措施的许多公司偿付能力仍存在问题**。随着信贷市场的“塞车”现象得到清理，企业债券发行量大增，企业得以维持流动性；冠状病毒对经济的影响却继续对现金流构成重大威胁。在这些因素的综合作用下，已然高企的**企业杠杆率持续上升**。正如美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 反复指出的那样，“现在还不是担心债务水平的时候”，不过我们相信这是**值得思考的后续风险**。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 就新冠肺炎对经济影响的普遍预测而言，本财报季出现了两个明显趋势。首先，人们普遍低估了经济前景恶化造成**银行将要承担的减值损失规模**。其次，普遍预测低估了**囤货对必需消费品和医疗保健部门的积极影响**。
- 市值最大的三家英国上市银行汇丰银行 (30 亿美元)、劳埃德银行集团 (14.3 亿英镑) 和巴克莱银行 (21 亿英镑) 的减值支出分别比普遍预期高出 73%、61% 和 129%。**欧洲银行的情况类似**。
- 与此同时，医疗保健巨头**诺华 (Novartis)、阿斯利康 (AstraZeneca) 和葛兰素史克 (GlaxoSmithKline) 公布的盈利均超出普遍预期**，其中新冠肺炎相关药品库存起到了促进作用。在泛欧必需消费品市场，由于消费者对健康和清洁相关产品的需求激增，**利洁时 (Reckitt Benckiser)** 的表现超出普遍预测，推动一季度销售额同比增长 13.3%，高于普遍预测的 5.3%。
- 大宗商品价格下跌导致**荷兰皇家壳牌 (Royal Dutch Shell) 自二战以来首次削减股息**。该公司将季度股息由之前的 0.47 美元削减 66% 至 0.16 美元，从而“提供财务弹性和提高应对不确定性的灵活性”。
- **欧元区一季度 GDP 初步数据显示经济季度环比收缩 3.8%**，成为欧元区 50 多年来最严重的经济衰退。由于大部分封

锁令已于 3 月中旬生效，对二季度的整体经济影响很可能会更大。欧洲央行行长**拉加德 (Christine Lagarde) 暗示 2020 年欧元区经济可能会萎缩 12% 之多，略少于加拿大皇家银行资本市场预测的 -13.5%**。欧洲央行宣布了额外的流动性操作，但并未扩大量化宽松计划，而是倾向于保留弹药以备未来不时之需。



亚太区

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

- **本周亚太股市走高，其中印度和台湾领涨**。由于市场预期西方国家的新冠肺炎疫情曲线趋平且潜在疗法数据乐观，印度 Nifty 50 指数跟随美国股市走高。**但印度股市的乐观情绪并未真实反映该国新冠肺炎疫情的情况**。4 月 29 日印度报告了 19 例死亡病例，创下日增新高，死亡人数超过 1000 人。这个数字仍低于欧洲和美国，《巴伦周刊》的一份报告显示，由于城市拥挤、卫生保健系统摇摇欲坠和检测能力不足，一些医疗保健专业人士担心感染病例的实际数字可能远高于政府报告的数字。
- 4 月中国官方制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.8，低于普遍预期的 51.0，同时也低于 3 月的 52.0。国家统计局的官员指出，**由于国外新冠肺炎疫情加速扩散，全球经济活动大幅萎缩，对中国商品需求的复苏速度一直低于生产的复苏速度**。数据显示多数受访企业表示“订单不足”，部分企业称市场需求疲软，产品销售出现困难，需要更长时间恢复订单。与此同时，非制造业 PMI 为 53.2，高于 3 月的 52.3，也高于普遍预期。观察人士认为中国制造业活动已出现两种趋势，一方面国内需求由于基础设施支出增加而复苏，另一方面出口阻力与日俱增。如果总体需求继续疲弱，我们认为中国政府可能不得不加大政策扶持力度帮助企业，尤其是制造商。**在 5 月底召开全国人大会议时，投资者或许会对政府可能采取的其它措施有更多的了解**。
- 根据路透社未经证实的报道，**中国电商零售商京东正推进香港二次上市计划**，最早将于 6 月完成，筹集至少 30 亿美元。



市场行情

数据截至 2020 年 4 月 30 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	2,912.43	12.7%	-9.9%	-1.1%	10.0%
道琼斯工业平均指数	24,345.72	11.1%	-14.7%	-8.5%	0.8%
纳斯达克指数	8,889.55	15.4%	-0.9%	9.8%	25.8%
罗素 2000 指数	1,310.66	13.7%	-21.4%	-17.6%	-15.0%
标普 / 多伦多综合指数	14,780.74	10.5%	-13.4%	-10.9%	-5.3%
富时全股指数	3,262.51	5.0%	-22.3%	-19.8%	-21.0%
欧洲斯托克 600 指数	340.03	6.2%	-18.2%	-13.1%	-11.8%
欧洲斯托克 50 指数	2,927.93	5.1%	-21.8%	-16.7%	-17.2%
恒生指数	24,643.59	4.4%	-12.6%	-17.0%	-20.0%
上证综指	2,860.08	4.0%	-6.2%	-7.1%	-7.2%
日经 225 指数	20,193.69	6.7%	-14.6%	-9.3%	-10.1%
印度 Sensex 指数	33,717.62	14.4%	-18.3%	-13.6%	-4.1%
新加坡海峡时报指数	2,624.23	5.8%	-18.6%	-22.8%	-27.4%
巴西 Ibovespa 指数	80,505.90	10.3%	-30.4%	-16.4%	-6.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,470.11	5.5%	-16.2%	-18.2%	-24.6%
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)	1,683.84	6.8%	11.0%	31.2%	28.0%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.96	7.0%	-16.2%	0.0%	-8.4%
铜 (美元 / 吨)	5,233.00	6.0%	-14.9%	-18.6%	-22.7%
原油 (WTI 现货 / 桶)	18.84	-8.0%	-69.1%	-70.5%	-72.5%
原油 (布伦特现货 / 桶)	25.27	11.1%	-61.7%	-65.3%	-66.4%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.94	18.4%	-11.3%	-24.6%	-29.8%

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	0.638%	-3.2	-128.0	-186.4	-231.5
加拿大 10 年期债券	0.542%	-15.5	-116.0	-117.0	-176.5
英国 10 年期债券	0.231%	-12.5	-59.1	-95.4	-118.7
德国 10 年期债券	-0.586%	-11.5	-40.1	-59.9	-114.5
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	1.36%	1.8%	5.0%	10.8%	16.7%
美国投资级企业债券	2.68%	5.3%	1.5%	9.9%	17.1%
美国高收益企业债券	8.18%	4.1%	-9.1%	-4.5%	2.0%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.0180	0.0%	2.7%	1.6%	7.8%
加元 / 美元	0.7179	1.0%	-6.7%	-3.9%	-7.8%
美元 / 加元	1.3929	-0.9%	7.2%	4.0%	8.5%
欧元 / 美元	1.0954	-0.7%	-2.3%	-2.3%	-9.3%
英镑 / 美元	1.2596	1.4%	-5.0%	-3.3%	-8.5%
澳元 / 美元	0.6515	6.3%	-7.2%	-7.6%	-13.5%
美元 / 日元	107.2100	-0.3%	-1.3%	-3.8%	-1.9%
欧元 / 日元	117.4400	-1.0%	-3.6%	-6.1%	-11.1%
欧元 / 英镑	0.8696	-2.1%	2.8%	1.1%	-0.9%
欧元 / 瑞郎	1.0576	-0.3%	-2.6%	-7.5%	-11.6%
美元 / 新加坡元	1.4105	-0.8%	4.8%	3.7%	6.4%
美元 / 人民币	7.0633	-0.3%	1.4%	4.9%	11.5%
美元 / 墨西哥比索	24.1345	2.0%	27.5%	27.4%	29.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.4710	5.1%	35.7%	44.8%	56.0%

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 4 月 30 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 0.71，表示 1 加元可兑换 0.71 美元。加元兑美元回报为 -6.7%，表示年初至今加元兑美元下跌了 6.7%。美元 / 日元为 107.21，表示 1 美元可兑换 107.21 日元。美元兑日元回报为 -1.3%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.3%。

作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbccm.com; RBC Capital Markets, LLC

Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯
benjamin.graham@rbccm.com; RBC Capital Markets, LLC

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

Meika McKelvey – 加拿大多伦多
meika.mckelvey@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Frédérique Carrier – 英国伦敦
frederique.carrier@rbccm.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@rbccm.com; RBC Investment Services (Asia) Limited

Nicholas Gwee, CFA – 新加坡
nicholas.gwee@rbccm.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： Sayada Nabi 和 Meika McKelvey 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	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。