2020 年 7 月 30 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周刊

创伤后经济压力

Kelly Bogdanova – 旧金山

在经历二季度美国 GDP 急剧萎缩的冲击后，有迹象表明这个全球最大经济体的新冠肺炎恢复期将会持续很长时间。与此同时，其它经济体的前景似乎喜忧参半。我们来看看加拿大皇家银行环球资产管理修正后的 GDP 预测，并探讨如何配置投资组合。

二季度新冠肺炎疫情对美国经济打击的严重程度与经济学家的预期相差不远，但这并没有让人感觉好多少。初步数据表明年化 GDP 季度环比增速大降 32.9%，为美国经济分析局 (BEA) 自 1947 年中期开始收集可比季度数据以来的最大降幅。此前的低点是 1958 年初时的 -10%。

此轮暴跌加上今年一季度萎缩 5% 彻底抹去了三年来的经济增幅。经济规模回到了 2017 年二季度时的水平。

知道了我们认为的已经了解的二季度情况之后，更大的问题在于：需要多长时间才能爬出泥潭，以及美国如何与其它主要经济体抗衡？

美国经济复苏前景受到影响

尽管在一波前所未有的货币和财政刺激浪潮之后股市出现了迅速而令人印象深刻的 V 型反弹，加拿大皇家银行环球资产管理 (RBC GAM) 认为经济全面复苏的时间要比此前预期的更长。

RBC GAM 跟踪的实时指标显示新冠肺炎疫情封锁已导致 7 月美国经济活动略有回落。考虑到疫情的趋势以及各州和地方领导人可能会延长或进一步收紧限制措施，三季度余下月份的情况仍不明朗。持续的疫情还使得公众格外谨慎。

美国股市已经翻越忧虑之墙

年初迄今美国股市涨跌幅 (%)

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 7 月 29 日

市场脉搏

3 美国财政政策谈判几无进展

3 加拿大房屋销售反弹

4 欧洲货币走高

4 香港经济持续萎缩

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 7 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 7 月 30 日 17:354；传播：美国东部时间 2020 年 7 月 30 日 17:49

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。

RBC GAM 的首席经济学家 Eric Lascelles 预计 2020 年美国 GDP 将同比下滑 8.0%，幅度大于他此前预测的 -7.1%。这将是自 1946 年 GDP 下滑 11.6% 以来年度 GDP 受到的最大打击。

Lascelles 最近写道：“我们假设 8 月经济开始企稳，然后开始缓慢增长，但跟大多数其它国家相比依然滞后。经济下滑无法在 7 月回升过半，而是要等到 11 月才有望实现。”

收复其余失地则将需要更长时间。RBC GAM 认为到 2022 年年中时，美国 GDP 有望恢复至新冠肺炎危机爆发前的水平。此前它曾预计到 2021 年 12 月时实现这一目标。

Lascelles 认为经济活动要到 2024 年才会恢复“正常”，他此前的目标是2022 年年中。

Lascelles 补充说，" 这仍明显快于全球金融危机之后，但算不上 ' 快 '。而在所有这些情况中，我们都假设美国避免任何巨大的财政悬崖……”

其它经济体面临种种挑战

除了美国以外，有的地区前景较好，有的则较差。

中国的优势最为突出。尽管今年早些时候由于新冠肺炎疫情进行了短暂而严格的封锁，并且一季度经济同比萎缩 6.8%，官方统计数据显示二季度经济同比增长 3.2%。

Lascelles 在谈到中国时写道：“别忘了中国比其它国家更早地控制了新冠肺炎疫情，因此二季度成为复苏季度，而世界上的其它地区则属于低谷季度。尽管如此，中国经济规模大于一年前这一事实举世瞩目。当然正常情况下有望同比增长 6%，所以损失了部分增幅。但幅度不大。”

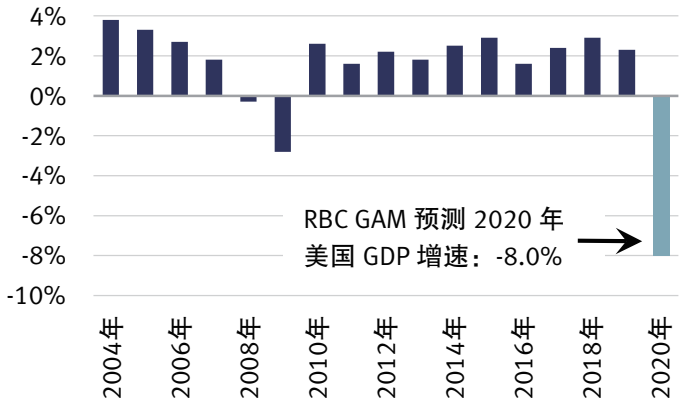
不过他对中国迅速反弹能被复制到其它地方表示怀疑，并指出“没有理由相信其它国家能在同样的时间内实现如此彻底的复苏，其它地区的隔离没有那么全面，发达国家经济体也更依赖于旅游和娱乐等行业，这些行业将无法在短期内全面复苏。”

回到北美，加拿大的经济前景目前看来“没有美国那么糟糕”，RBC GAM 预测 2020 年 GDP 将同比下滑 6.8%，较先前预估提高了两个百分点，也好于对美国下滑 8.0% 的预测。

欧盟的复苏势头也有所改善。初步数据显示 7 月服务业和制造业活动攀升至扩张区间，前者远超经济学家的普遍预测。

美国经济增速受到影响并不令人意外

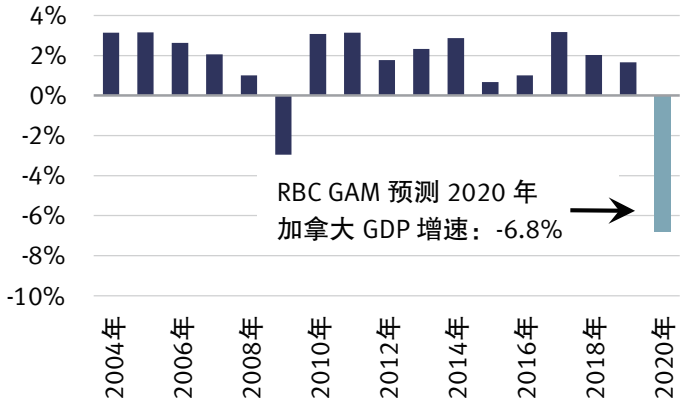
美国实际 GDP(年度同比百分比变化)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社 (历史数据)、加拿大皇家银行环球资产管理 (RBC GAM - 2020 年预测)

加拿大经济增长也许“没有美国那么糟糕”

加拿大实际 GDP(年度同比百分比变化)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社 (历史数据)、加拿大皇家银行环球资产管理 (RBC GAM - 2020 年预测)

我们认为最近达成具有里程碑意义的财政方案也将有助于经济复苏。RBC GAM 将其对 2020 年欧盟 GDP 的预测上调为同比下滑 6.6%。不过英国的经济前景仍尤其具有挑战性；RBC GAM 预测其 GDP 下滑幅度为 8.7%。

对资产配置的影响

我们认为，经济不确定性挥之不去支持在投资组合中适度减持美国和全球 (整体) 股票。由于估值相对较好且近期财政障碍已被清除，我们还仍建议增持欧洲股票。我们将增持除日本以外的亚洲股票，部分原因是中国经济前景向好。

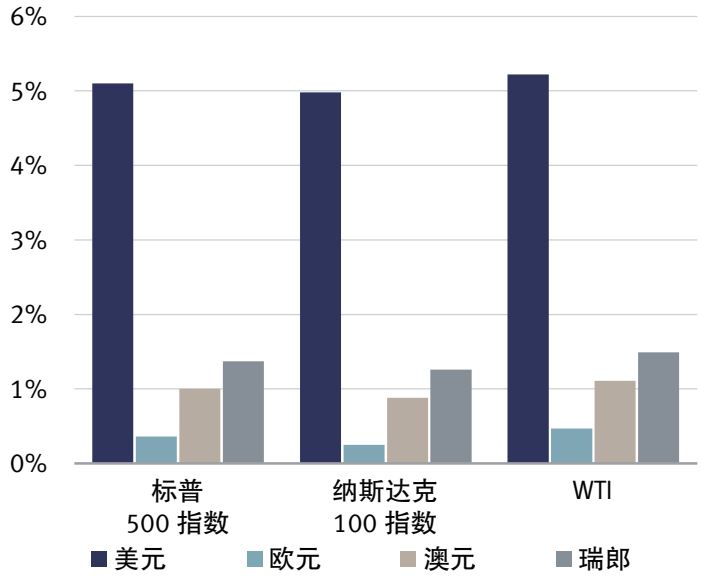
美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周的美联储会议基本没有意外**，美联储维持政策利率和资产购买规模不变，并重申有意动用一切可用工具扶持经济。在会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔强调了经济复苏可能具有长期性、就业和消费对冠状病毒病例增加的敏感性，以及当前阶段财政和货币支持的迫切需要。
- **尽管近期货币政策的特点是稳定和可预见性，财政政策路径却更为模糊**。当前焦点是每周额外 600 美元的联邦失业补助。这项每月耗资约 1000 亿美元的刺激方案将于 7 月 31 日在全国范围内到期，国会领导人暗示两党相关提案存在巨大分歧，谈判几无进展。从历史上看，面向低收入工人的财政转移支出比例非常高，因此政策完全或部分终止很可能会对个人支出产生直接的负面影响。
- **疫情可能最终将会稍微推迟美联储对货币政策策略和沟通进行持续评估的讨论**。预计将在 9 月会议上进行评估的建议也许会重点加强美联储对未来利率走势的指引，还可能会将特定的失业、增长或通胀目标作为加息的条件。我们认为将会讨论其它政策，比如将历史通胀结果纳为确定利率的因素，但不太可能成为官方政策工具。
- **美联储激进的货币政策反应**引起了外汇市场的注意。本月**美元指数**（兑全球一篮子货币的综合汇率）**跌幅超过 4%，处于 2018 年以来的最低水平**。相对于非美元投资者来说，该货币疲软削弱了美元投资者享有的诸多收益。

7 月反弹还是美元衰落?

月初至今回报率体现货币影响



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 7 月 29 日

加拿大

Arete Zafiriou 和 Richard Tan (CFA) – 多伦多

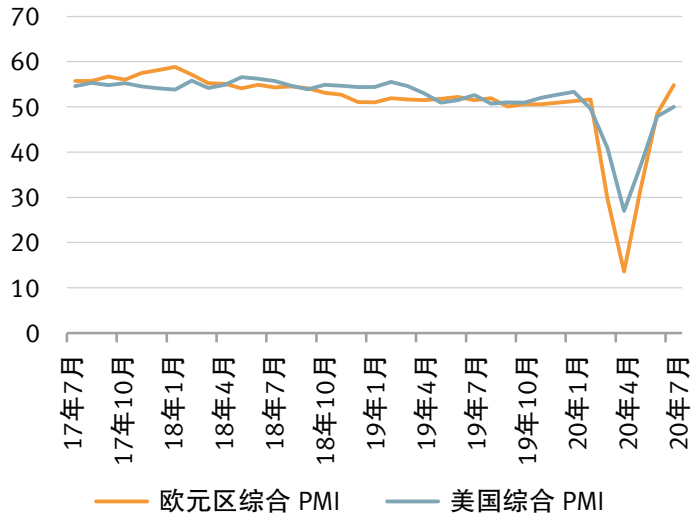
- **加拿大股市 2020 年二季度财报季逐渐升温**，大约 20% 的标普 / 多伦多综指公司已经公布业绩。由于经济放缓，许多公司公布的营收和盈利果不其然双双出现同比下滑。不过并非所有行业都是如此，在电子商务和贵金属（如黄金和白银）需求增加的推动下，当前环境下的**信息技术和原材料行业获得蓬勃发展**。信息技术和原材料也是年初迄今表现最佳的板块，回报率分别约为 65% 和 31%。相比之下，2020 年标普 / 多伦多综指仍处于下跌状态，不过已自 3 月低点大幅反弹。另一方面，2020 年能源、医疗保健和房地产板块明显表现不佳。
- **6 月加拿大住房销售额自 4 月和 5 月的低点反弹**。在 4 月下滑 57%、5 月下滑 39% 之后，6 月住房销售额同比增长 15%。加拿大皇家银行资本市场将其归因于春季需求受到压抑、抵押贷款利率进一步下调、在加拿大按揭房产公司收紧抵押贷款规定 7 月 1 日生效之前购买量增加，以及购房者在新冠肺炎疫情期间花更多的时间留在家里。**加拿大皇家银行资本市场预计住房销售将在整个夏季保持强劲**，但由于抵押贷款还款延期和其它金融支持计划将于秋季到期，对未来几个月仍持谨慎态度。截至 5 月 31 日的住宅抵押贷款同比增长 6.0%，不过由于失业率上升和经济活动疲软拖累住房市场，加拿大皇家银行资本市场预计未来 12 个月增速将会放缓。

欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Blaine Karbonik(CFA) – 伦敦

- **最新欧元区采购经理人指数调查数据连续第三个月超出普遍预期**，呈现出更为积极的发展势头。7 月“预览”综合数据**远高于新冠肺炎疫情前水平**，达到两年来的高点，表明欧元区经济活动的反弹速度快于预期。但由于多数欧洲国家已经放松社交疏离措施，**未来数月**经济重启的推动作用**将逐渐减弱**，需求改善将挑起下一复苏阶段的重担。
- **近期经济数据乐观和欧盟就复苏基金达成一致**的双重效应**推动欧洲货币走高**，7 月迄今欧元兑美元已升值近 5%。政治和经济方面许多有关欧元的利好消息已在该种货币的汇率之中得到体现。由于**投资者持有大量欧元净多头头寸**，我们认为欧元进一步上行的空间也许有限。
- 欧洲二季度财报季全面展开，迄今为止的一个趋势是**消费品公司公布的二季度财报普遍好于预期**。7 月 30 日全球啤酒酿造巨头**百威英博**的股票跑赢大盘，该公司公布的二季度销售额下滑幅度低于普遍预测，而随着**封城**放松，当季销量持续增加 (4 月减少 32.4%，5 月减少 21.1%， 6 月增加0.7%)。**雀巢**的有机销售额和盈利均略超普遍预期，其中最大的增长贡献来自宠物护理品牌 Purina，同时家用咖啡产品销售额呈双位数增长弥补了户外渠道销售额急剧下滑。**Reckitt Benckiser** 公布的 2020 年上半年集团销售额同比增长近 12%，这是由于新冠肺炎危机导致对该公司消毒清洁产品（如 Dettol 和 Lysol）的需求激增。

更深低谷、更强反弹——欧洲 PMI 领先美国



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、Markit

亚太区

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

- **本周亚太股市普遍走高**，其中台湾地区和中国大陆领涨。在占指数权重近 30% 的台积电 (2330 TT, 本周迄今已上涨12.4%) 强劲反弹的带动之下，本周台湾加权指数(TAIEX)创下历史新高。
- 由于新冠肺炎大流行和政治紧张局势继续打压市场人气和经济活动，**香港经济连续第四个季度出现萎缩**。根据政府统计处的预估，2020 年二季本地 GDP 同比收缩 9%，幅度高于普遍预测中值 -8.3%。此外，**周三香港特首警告香港正处于爆发大规模冠状病毒疫情的边缘**，并敦促人们留在室内，因为最新的严格隔离措施已经生效。由于 7 月国内外新增病例数量再次增加，我们认为三季度 GDP 前景仍非常具有挑战性。
- **评级机构惠誉将日本长期外币债务评级展望由稳定下调至负面，同时重申其评级为 A**。惠誉预计 2020 年日本 GDP将同比收缩 5%，2021 年则将反弹 3.2%。尽管 4 月和 5 月多数经济指标触底，我们注意到复苏已经放缓。由于疫情持续担忧和居民收入减少，我们预计 2020 年余下时间私人消费仍将低于危机前的水平。
- **新加坡金融管理局呼吁国内银行将 2020 财年的每股派息总额限制为上一财年的 60%**，同时向股东提供以**股代息**的选项。尽管压力测试显示在不利情况下银行的资本状况依然良好，当局依然发布了上述声明。我们认为这项最新措施既是审慎的，也是预防性的。尽管会让一些投资者感到失望，我们相信此举**将增强** 2021 财年**银行的资本状况**。

市场行情

数据截至 2020 年 7 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	3,246.22	4.7%	0.5%	7.7%	15.8%
道琼斯工业平均指数	26,313.65	1.9%	-7.8%	-3.3%	4.0%
纳斯达克指数	10,587.81	5.3%	18.0%	28.0%	38.8%
罗素 2000 指数	1,495.10	3.7%	-10.4%	-5.7%	-9.6%
标普 / 多伦多综合指数	16,299.29	5.1%	-4.5%	-1.0%	-0.3%
富时全股指数	3,325.68	-2.5%	-20.8%	-20.1%	-21.4%
欧洲斯托克 600 指数	359.52	-0.2%	-13.5%	-6.6%	-8.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,208.20	-0.8%	-14.3%	-7.4%	-8.7%
恒生指数	24,710.59	1.2%	-12.3%	-12.2%	-14.0%
上证综指	3,286.82	10.1%	7.8%	11.3%	14.6%
日经 225 指数	22,339.23	0.2%	-5.6%	2.9%	-0.9%
印度 Sensex 指数	37,736.07	8.1%	-8.5%	0.9%	0.6%
新加坡海峡时报指数	2,529.82	-2.3%	-21.5%	-24.5%	-23.5%
巴西 Ibovespa 指数	105,008.70	10.5%	-9.2%	2.0%	30.8%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	37,136.78	-1.5%	-14.7%	-9.8%	-25.3%

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)	1,955.73	9.8%	28.9%	36.7%	60.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	23.44	28.7%	31.3%	41.5%	51.4%
铜 (美元 / 吨)	6,482.00	8.0%	5.4%	9.4%	4.2%
原油 (WTI 现货 / 桶)	39.92	1.7%	-34.6%	-31.2%	-43.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.24	5.1%	-34.5%	-33.2%	-42.3%
天然气(美元/百万英热单位)	1.83	4.6%	-16.3%	-14.3%	-34.5%

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	0.541%	-11.5	-137.6	-151.7	-243.2
加拿大 10 年期债券	0.446%	-8.2	-125.6	-104.8	-185.3
英国 10 年期债券	0.088%	-8.4	-73.4	-54.6	-125.5
德国 10 年期债券	-0.542%	-8.8	-35.7	-14.3	-98.8

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	1.10%	1.3%	7.5%	10.0%	18.9%
美国投资级企业债券	1.90%	2.9%	8.1%	12.4%	24.0%
美国高收益企业债券	5.46%	4.3%	0.3%	3.8%	11.0%

货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	92.9580	-4.6%	-3.6%	-5.2%	-1.5%
加元 / 美元	0.7448	1.1%	-3.2%	-2.0%	-2.9%
美元 / 加元	1.3426	-1.1%	3.4%	2.1%	3.0%
欧元 / 美元	1.1847	5.5%	5.7%	6.2%	1.2%
英镑 / 美元	1.3095	5.6%	-1.2%	7.8%	-0.3%
澳元 / 美元	0.7192	4.2%	2.4%	4.7%	-2.9%
美元 / 日元	104.7200	-3.0%	-3.6%	-3.6%	-5.7%
欧元 / 日元	124.0700	2.3%	1.9%	2.4%	-4.6%
欧元 / 英镑	0.9046	-0.1%	6.9%	-1.5%	1.5%
欧元 / 瑞郎	1.0771	1.2%	-0.8%	-2.5%	-6.9%
美元 / 新加坡元	1.3721	-1.5%	1.9%	0.1%	0.8%
美元 / 人民币	7.0088	-0.8%	0.7%	1.8%	2.8%
美元 / 墨西哥比索	22.0391	-4.1%	16.4%	15.6%	18.9%
美元 / 巴西雷亚尔	5.1542	-5.7%	27.9%	36.4%	38.2%

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 7 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 0.74，表示 1 加元可兑换 0.74 美元。加元 / 美元回报为 -3.2%，表示年初至今加元兑美元下跌 3.2%。美元 / 日元为 104.72，表示 1 美元可兑换 104.72 日元。美元兑日元回报为 -3.6%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.6%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山
kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Atul Bhatia, CFA – 美国明尼阿波利斯
atul.bhatia@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多
arete.zafiriou@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多
richard.tan@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦
thomas.mcgarrity@rbc.com; RBC Europe Limited

Blaine Karbonik, CFA – 英国伦敦
blaine.karbonik@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 Richard Tan 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；Blaine Karbonik 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 6 月 30 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]	776	51.63	238	30.67
持有[与板块持平]	635	42.25	130	20.47
卖出[跑输板块]	92	6.12	12	13.04

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。