2020 年 8 月 6 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

巨头之地

Kelly Bogdanova – 旧金山

标普 500 指数五大股在股市回报中所占的份额不成比例的情况已经持续一段时间。本期我们探讨这种情况何以令人担忧，以及何以无需忧心忡忡。多元化股票投资组合的持有者需要保持耐心。

主要股指也许会有点古怪。它们旨在反映由宽泛多样股票构成的“市场”表现，也往往达到了这个目的。不过最近某些美国股指并未反映其中绝大多数股票的表现。

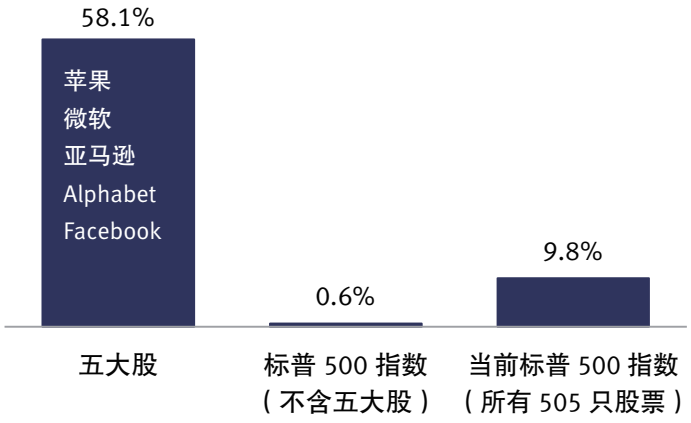
以标普 500 指数为例。它由大盘股组成，涵盖 11 个行业和众多子行业，因而被普遍认为是美国市场的基准或代表性指数。

2020 年迄今为止以及过去一年里，标普 500 指数当中某些大盘股的表现远远超出该指数的整体表现。把这些巨头从指数中剔除后，就很容易看出“富人”和“穷人”之间的鸿沟：

- 过去 12 个月 (截至 2020 年 7 月 31 日) 标普 500 指数上涨了 9.8%。这是一个健康的回报率，比近 100 年来的长期年均水平高出约两个百分点 (不含股息)。
- 但市值最大的五只股票几乎代表了该指数的全部涨幅。过去 12 个月苹果、微软、亚马逊、Alphabet(谷歌) 和Facebook 等科技股的涨幅超过 58.1%。
- 根据我们研究员的一项研究，将这些科技巨头从指数中剔除之后，标普 500 指数其余股票总体涨幅仅为 0.6%。

五大股主导标普 500 指数回报率

过去 12 个月价格回报



资料来源：全国研究通讯员、加拿大皇家银行财富管理、Thomson Financial、FactSet、彭博社；数据截至 2020 年 7 月 31 日

市场脉搏

3 对美国经济复苏的预期

3 加拿大经济复苏如何成型

4 欧洲业绩好于预期

4 中美分歧日益加大

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 8 月 6 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 8 月 6 日 17:20；传播：美国东部时间 2020 年 8 月 6 日 17:23

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。

并非科技泡沫重现

这种不匹配令人担忧，因为标普 500 指数中市值排名前五的股票以及排名前 20 位的股票影响力过大，类似于大约 20 年前科技泡沫时期的情况。

这五大股占标普 500 指数市值的 22.6%。如上图所示，这明显高于科技泡沫高峰期 18.0% 的水平。跟当时相比，排名前 25 位的股票在标普 500 指数中所占的比重基本相当。

不过我们认为这并不是 2.0 版的科技泡沫。当时和现在存在某些关键差异。

首先，五大股的估值较低。基于对未来 12 个月盈利的普遍预期，它们当前的市盈率为 34.3 倍。在科技泡沫最严重的时候，五大股的市盈率高达 46.9 倍。以包括净债务 /EBITDA 比率在内的其它估值指标衡量，当前这些科技巨头估值也处于较低水平。

其次，从盈利趋势来看，股票表现悬殊似乎是合理的。根据我们的研究员提供的数据，过去 12 个月包括新冠肺炎疫情导致盈利暴跌的艰难时期，科技巨头的盈利增长了6.0%，而标普 500 指数其它公司的盈利却下滑了 13.1%。

第三，利润率也同样存在很大差距。从过去 12 个月的数据来看，这五家科技巨头的净利润率上升了17.5%，而标普500 指数其它公司则仅上升了 10.2%。

保持自律

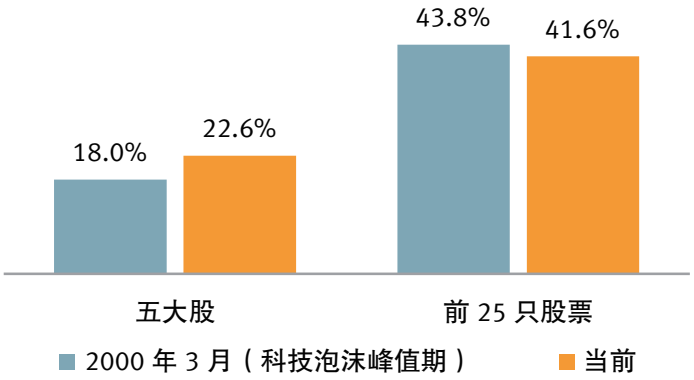
正如我们此前文章所说，少数股票在某个时间段内炙手可热的情况并不罕见。对于标普 500 指数的最大贡献者与多元化投资组合的表现不匹配，我们认为中长期来看将在很大程度上自行得以解决。

值得注意的是，在科技泡沫高峰时期的五大股微软、思科系统、通用电气、英特尔和埃克森美孚当中，仅一只还在目前的五大股中，也就是微软。在科技泡沫破灭后的 10 多年里，即便是这只股票也经历了一段艰难时期。

标普 500 指数的领涨板块会随着时间的推移而变动，这强化了我们长期以来的观点，即谨慎的做法是持有多元化的投资组合。在领涨板块转换之前必须保持耐心。

当前市场集中度堪比科技泡沫时代

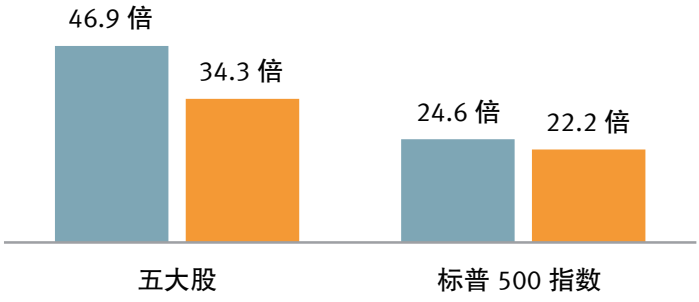
标普 500 指数市值（权重）占比



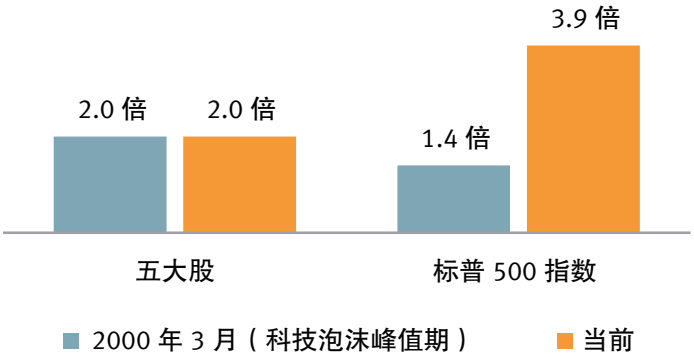
资料来源：全国研究通讯员、Thomson Financial、FactSet、加拿大皇家银行财富管理；数据代表所属期间的 3 个月移动均值，当前数据截至 2020 年 7 月 31 日

五大股估值均低于科技泡沫时期

基于未来 12 个月普遍盈利预测的市盈率



基于未来 12 个月普遍盈利预测的市盈率与增长比率 (PEG)



资料来源：全国研究通讯员、Thomson Financial、FactSet；当前数据截至 2020 年 7 月 31 日

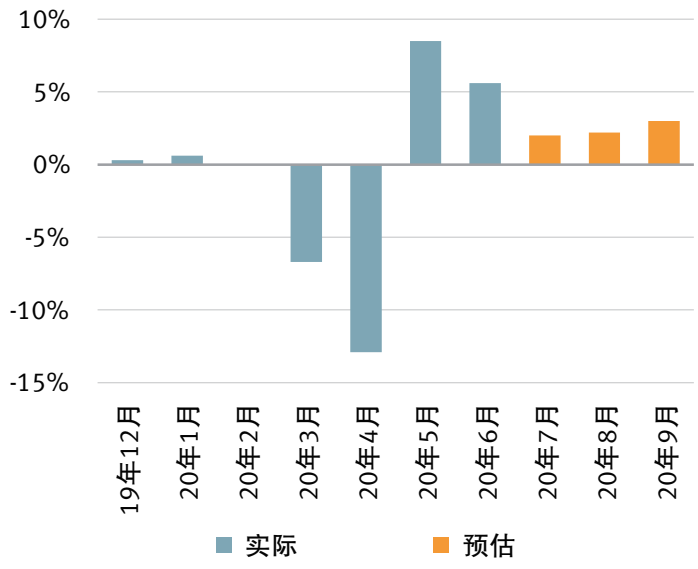
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **本周股市基本维持小幅上涨**，标普 500 指数距离 2 月 19 日创下的历史高点相差不到 2%。也许是由于选举年的压力使得最终达成一致成为可能，参议院倾向于在于 8 月休会前达成协议，前者在财政刺激和新冠肺炎疫情担忧之间的拉锯战中胜出。在疫情冲击最严重的州，病例数量似乎趋于稳定，并继续传出潜在疫苗相关的正面消息。
- 虽然短期内财政刺激措施很重要，但其长期影响开始受到关注，评级机构**惠誉将美国的 AAA 评级展望由稳定下调为负面**，理由是公共财政状况不断恶化。不过尽管评级下调，债券收益率仍继续下降，美国抵押贷款银行家协会 30 年期抵押贷款利率创下 3.1% 的新低。
- 在经济方面，本周美国公布的数据喜忧参半，**美国供应管理协会调查数据乐观被建筑支出不及预期所抵消**。所有人都在期待将于 8 月 7 日公布的 7 月失业报告。市场普遍预测失业率将由 4 月 14.7% 的峰值降至 10.5%。

三季度季度环比数据有望改善，但二季末已大幅提升

美国个人消费支出（环比变化，未年化）



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet、亚特兰大联储预测

- **这将成为反映三季度经济有望反弹的首个主要数据点**。尽管普遍预测本季度 GDP 将由 2020 年二季度萎缩 32.9% 转而增长 18.8%，但是深入分析数据月度细节就发现趋势较为疲弱。这是由于 5 月和 6 月经济活动激增，意味着大部分经济复苏可能已经成为过去。
- **在宣布有意收购社交媒体新贵 TikTok 在美国、加拿大、澳大利亚和新西兰的资产之后，本周微软 (MSFT) 的股价出现上涨**。我们认为这将缓解美国政府对中国控制美国数据的担忧，也可能会为微软在日益增长的人工智能领域提供竞争优势。

加拿大

Carolyn Schroeder 和 Sayada Nabi – 多伦多

- **由于汽车行业复苏，6 月加拿大进出口额迅猛增长**，但出口增长放缓导致商品贸易逆差扩大至 31.9 亿加元。根据加拿大皇家银行经济研究部的数据，出口 (+17.1%) 和进口 (+21.8%) 的回升幅度大于预期，但这两个指标相对于大流行前的水平仍有所下降。6 月贸易往来在汽车和零部件进出口均增长超过 200% 的带动之下有所增加，而且多数子类别也都有所增长。**未来的一大风险仍是美国新冠肺炎疫情再次升级可能会导致再次封锁，并重新给加拿大贸易往来带来压力**。在当前阶段，疫情再度爆发似乎更有可能阻碍边境以南的短期增长步伐，而不是再度测试二季度异常低的经济活动水平。
- **加拿大 GDP 数据显示全国经济出现温和复苏**。在 3、4 月份下滑 18% 之后，5 月加拿大 GDP 回升 4.5%，加拿大统计局预计 6 月还将增长 5%。**5 月实现了普遍增长，不过主要是由商品和公共部门以及零售贸易带动**。建筑业增长 17.6%，制造业增长 7.4%，零售业则增长了 16.6%。至于酒店行业、住宿和餐饮服务业，在 3 月和 4 月下滑 70% 之后环比回升了 24.2%。尽管全国出现了不少经济复苏迹象，艺术和娱乐业再度环比下滑 3%。由于公众的日常活动持续变化，加拿大皇家银行经济研究部预计服务业增长将继续滞后，大流行期间持续生效的安全规程使得需求依然面临压力。

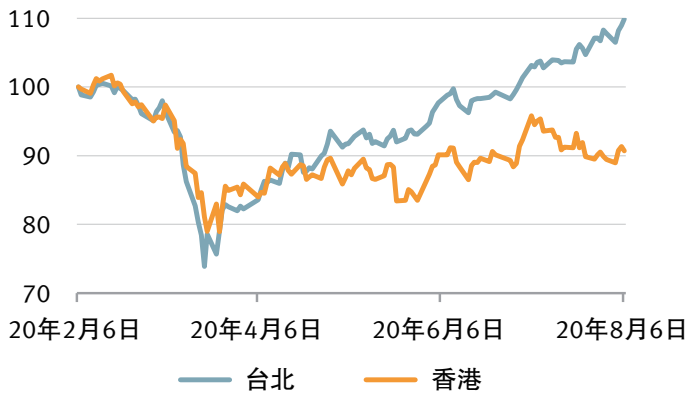
欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 二季度欧洲财报季已经过半。迄今为止的二季度总体业绩好于预期，尽管必须承认普遍预期非常低。**欧洲斯托克 600 指数**包含英国和欧陆公司，其中**大约 60% 的公司每股收益超出普遍预测**，高于过去 10 年 50% 的平均水平。
- 总体每股收益同比下降 23%。它受到能源行业表现不佳的严重影响，油价暴跌导致大量资产减记，使得能源行业的盈利年度降幅接近 70%。**剔除能源板块后，欧洲斯托克 600 指数公司的每股收益平均仅同比下滑了 10%**。
- 考虑到在此期间全球经济急剧萎缩，盈利降幅显得异常之小。这可以解释为部分规模较大的公司表现相对较好，通过大力削减开支支撑盈利，从而扭曲了平均水平。**更能说明企业遭遇问题的指标是中等规模的股票每股收益降幅**。这个指标排除了异常值，更能反映出二季度欧洲和英国公司所面临的经济状况非常不利，显示的同比萎缩幅度更大，达到 35%(一季度同比下滑 17%)。
- 果不其然，本季度周期性板块、尤其是金融以及工业和原材料板块盈利情况欠佳。相反，相比迄今为止的普遍预期，**消费必需品和信息技术板块超预期的比例最高**。

双城记：台北令人侧目，香港步履蹒跚

股指相对涨跌幅 (近六个月)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Refinitiv；每日股指水平已标准化，以 2020 年 2 月 6 日的水平为 100

- 鉴于二季度业绩超出预期，**2020 年盈利预测已经见底**，当前市场普遍预测全年盈利将下降约 30%。我们认为经济活动持续改善和油价复苏将进一步巩固盈利修正。当前普遍预期 2021 年盈利将回升约 35%。
- 英格兰银行将银行利率和资产购买目标分别维持在 0.1% 和 7450 亿英镑不变。因此**英国央行仍能在今年秋季进一步出台刺激措施**，届时英国与欧盟贸易关系的性质和经济复苏的形态都有望更加明朗。

亚太区

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

- 本周亚洲股市普遍走高，但在**美国表示将扩大打击“不可信”中国应用程序的“净网”行动后**，中国和香港股市出现波动。这可能会影响一些热门应用，比如互联网巨头腾讯 (700 HK) 旗下的微信。在威胁要禁止视频分享应用TikTok 数周之后，美国总统特朗普提出了 45 天的缓冲期，允许微软 (MSFT) 考虑收购 TikTok 在美国的业务。
- 据彭博社报道，**美国和中国将于 8 月 15 日举行会谈，讨论实施第一阶段贸易协议的进展和面临的挑战**。由于新冠肺炎疫情爆发，中国一直无法达到 1 月设定的采购目标。截至今年上半年结束时中国实现了总采购目标的大约23%，较 5 月的 19% 有所加快，但仍远低于目标水平。
- 市场曾将签署第一阶段协议视为两国之间的里程碑。但在我们看来，随着**贸易、技术、金融、甚至外交方面的紧张局势不断升级，离第二阶段谈判似乎愈加遥远**。就连特朗普也说，现在第一阶段协议对他的意义变小了。如果特朗普政府认为中美之间冲突是由于两种根本对立的制度，今后达成任何协议可能都将更加困难。
- 中国最新采购经理人指数 (PMI) 数据表明，由于外国需求复苏和强力财政支持，**7 月中国经济持续反弹**。官方制造业 PMI 由 6 月的 50.9 升至 7 月的 51.1，新订单增加成为主要驱动因素。出口订单大幅增加，表明外国需求不利因素正在减弱。

市场行情

数据截至 2020 年 8 月 6 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	3,349.16	2.4%	3.7%	16.2%	17.5%
道琼斯工业平均指数	27,386.98	3.6%	-4.0%	5.2%	7.4%
纳斯达克指数	11,108.07	3.4%	23.8%	41.8%	41.3%
罗素 2000 指数	1,544.62	4.3%	-7.4%	2.8%	-8.3%
标普 / 多伦多综合指数	16,579.10	2.5%	-2.8%	2.7%	1.0%
富时全股指数	3,358.54	2.3%	-20.0%	-14.3%	-20.2%
欧洲斯托克 600 指数	362.49	1.7%	-12.8%	-1.4%	-6.7%
欧洲斯托克 50 指数	3,240.39	2.1%	-13.5%	-1.6%	-7.0%
恒生指数	24,930.58	1.4%	-11.6%	-4.0%	-10.4%
上证综指	3,386.46	2.3%	11.0%	21.9%	25.2%
日经 225 指数	22,418.15	3.3%	-5.2%	8.9%	-0.4%
印度 Sensex 指数	38,025.45	1.1%	-7.8%	2.8%	0.9%
新加坡海峡时报指数	2,559.10	1.2%	-20.6%	-19.3%	-22.1%
巴西 Ibovespa 指数	104,125.60	1.2%	-10.0%	1.9%	28.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	37,998.34	2.6%	-12.7%	-4.5%	-23.0%
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)	2,065.82	4.6%	36.2%	40.1%	71.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	28.95	18.7%	62.2%	76.0%	89.3%
铜 (美元 / 吨)	6,498.75	1.2%	5.7%	14.9%	6.5%
原油 (WTI 现货 / 桶)	41.95	4.2%	-31.3%	-21.8%	-39.2%
原油 (布伦特现货 / 桶)	45.16	4.3%	-31.6%	-23.4%	-38.8%
天然气(美元/百万英热单位)	2.16	20.0%	-1.4%	2.3%	-24.5%

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	0.535%	0.6	-138.3	-116.8	-240.5
加拿大 10 年期债券	0.463%	-0.4	-123.9	-77.6	-189.0
英国 10 年期债券	0.108%	0.4	-71.4	-40.7	-119.6
德国 10 年期债券	-0.531%	-0.7	-34.6	0.5	-92.0
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	1.05%	0.1%	7.8%	8.8%	18.9%
美国投资级企业债券	1.83%	0.3%	8.7%	11.3%	24.1%
美国高收益企业债券	5.22%	0.5%	1.2%	5.6%	11.6%
货币	**汇率**	**月初至今**	**年初至今**	**1 年期**	**2 年期**
美元指数	92.7740	-0.6%	-3.8%	-5.0%	-2.7%
加元 / 美元	0.7514	0.8%	-2.4%	-0.2%	-2.3%
美元 / 加元	1.3307	-0.8%	2.4%	0.2%	2.3%
欧元 / 美元	1.1877	0.8%	5.9%	6.1%	2.8%
英镑 / 美元	1.3142	0.4%	-0.9%	8.0%	1.5%
澳元 / 美元	0.7237	1.3%	3.1%	7.0%	-2.0%
美元 / 日元	105.5400	-0.3%	-2.8%	-0.9%	-5.3%
欧元 / 日元	125.3500	0.5%	2.9%	5.1%	-2.6%
欧元 / 英镑	0.9037	0.4%	6.8%	-1.8%	1.3%
欧元 / 瑞郎	1.0808	0.5%	-0.4%	-1.2%	-6.2%
美元 / 新加坡元	1.3687	-0.4%	1.7%	-0.9%	0.0%
美元 / 人民币	6.9535	-0.3%	-0.1%	-1.0%	1.5%
美元 / 墨西哥比索	22.4147	0.6%	18.4%	14.5%	21.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3279	2.0%	32.2%	41.0%	42.6%

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 8 月 6 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 0.75，表示 1 加元可兑换 0.75 美元。加元兑美元的回报为 -2.4%，表示本年迄今加元兑美元跌落了 2.4%。美元 / 日元为 105.54，表示 1 美元可兑换 105.54 日元。美元兑日元的回报为 -2.8%，表示年初至今美元兑日元下跌了 2.8%。

作者

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

Alan Robinson – 美国西雅图
alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多
carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Sayada Nabi – 加拿大多伦多
sayada.nabi@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：Carolyn Schroeder 和 Sayada Nabi 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 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。