

# 全球 透视

## 周刊

## 脱离苦海

Kelly Bogdanova – 旧金山

美国股市基本面正步入正轨。二季度企业业绩好于预期对 2020-21 年的业绩前景意味着什么？而随着市场回升至危机前水平，当前估值是否会成为症结所在？

推动近期美国股市上涨的不仅是至关重要的货币和财政刺激计划，甚至也不只是经济数据改善。

本轮反弹在后期取得了一些实质性的进展。

随着标普 500 指数回升至去年 2 月创下的历史高点附近，市场受到利润和营收好于预期以及下一季度、全年和 2021 年盈利预测上调的推动。

### 找到立足点

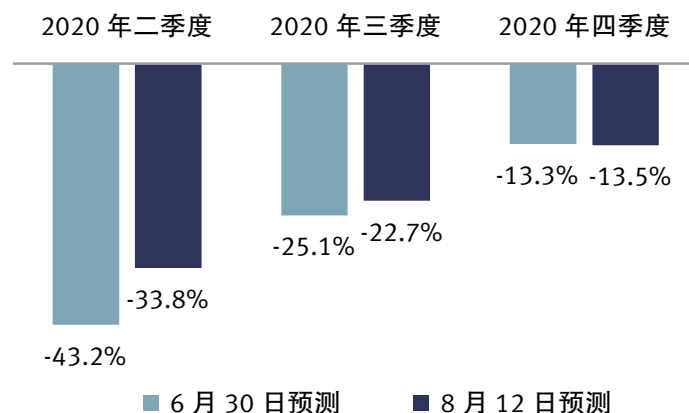
二季度财报季之前的市场预期较低。普遍预测与去年同期相比业绩将大幅下降 43%——类似于大峡谷。

尽管仍存在巨大的利润亏空，但也出现了一些积极进展：

- 二季度盈利“超预期”（超出普遍预期的公司）比例远高于普遍预测。大约 90% 的公司已经公布业绩，其中 81% 的公司利润超出预期。这远高于 65% 的长期平均水平。二季度的盈利下滑幅度因而变成约 -34%，而不是 -43%。
- 二季度营收超预期的比例也很高，达 63%。
- 尽管管理团队仍对未来季度的预测持谨慎态度，但相比预期有更多的管理团队正式作出预测，且指引基本乐观。这有助于推高三季度的普遍预测。
- 如图表所示，11 个行业中有 8 个行业的 2020 年盈利预测

### 美国盈利预测已步入正轨

标普 500 指数季度盈利增长普遍预测：过去与当前预测（同比 % 百分比变化）



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、全国研究通讯员、Refinitiv I/B/E/S

### 市场脉搏

- 3 美国对中小企业收紧信贷
- 3 加拿大就业市场复苏状况
- 4 英国 GDP 降幅大于其它国家
- 4 中国恢复办理赴澳门旅游签证

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 8 月 13 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 13 日 17:33；传播：美国东部时间 2020 年 8 月 13 日 17:40



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。

有所回调。最大的正向变化发生在非必需消费品、医疗保健和金融这三个重要的领域。

- 如图表所示，2020 年和 2021 年年度标普 500 指数赢利预测有所上调而不是下调。

## 未来视角

我们发现，2021 年标普 500 赢利预测由每股 163 美元上调至 166 美元的势尤为有趣。

首先，它之所以引起我们的注意，是因为越来越多的人认为 2020 年是新冠肺炎疫情封锁而导致赢利“损失之年”。

“不那么糟糕”的二季度业绩和三季度修正表明，向上修正后的 2020 年每股 130 美元的普遍预测存在上调潜力。

一切都很好。但在日历上的这个时候，即使没有发生新冠肺炎疫情封锁和经济衰退，人们的注意力也会自然而然地转向明年的盈利前景。这就是“市场”的想法：向前看而不是向后看。2020 年的业绩几乎已经成为旧闻。

其次，对 2021 年的预测上调让我们感到奇怪，因为许多市场策略师在财报季之前认为预测可能会下调而不是上调。这是由于大流行之后复苏的经济风险上升。事实正好相反——对 2021 年的预测有所上调。

## 症结所在

当然，如果经济复苏停滞或者新冠肺炎疫情导致进一步封锁扼杀经济增长，2021 年每股 166 美元的普遍预测将面临风险。我们认为，现在就认为这种预测已成定局还为时过早，因为目前存在合理的经济阻力。

加拿大皇家银行环球资产管理公司的首席经济学家 Eric Lascelles 认为，美国经济要到 2022 年中期才能恢复至新冠肺炎疫情爆发前的水平，要到 2024 年初才能消化经济低迷。

不过我们认为二季度盈利和营收趋势以及三季度和 2021 年预测向上修正均表明，我们应该考虑更多的盈利可能性，包括较为乐观的结果。

在区间的低端，我们的策略师预计 2021 年的每股收益为 149 至 155 美元。我们认为这些预测存在上调潜力，有望升至 165 美元的普遍预测水平，如果未来两个季度盈利超过预期，可能还会更高。

市场估值过高仍是症结所在。即使 2021 年业绩超出普遍预测，市场估值依然过高。

## 11 个行业中有 8 个行业的 2020 年盈利预测向好

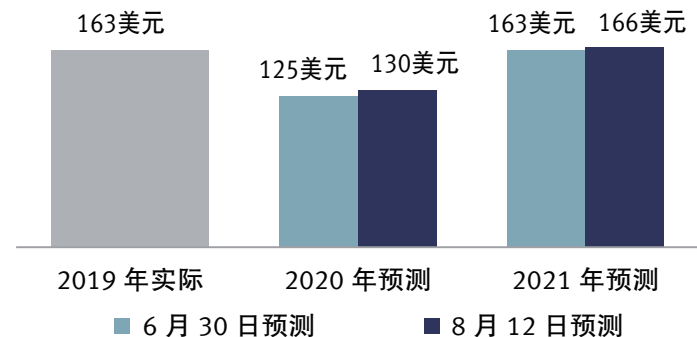
2020 年标普 500 指数和行业盈利增长普遍预测：过去与当前预测（同比 % 百分比变化）

	6 月 30 日预测	8 月 12 日预测	差异
标普 500 指数	-23.6	-20.4	3.2
非必需消费品	-59.4	-49.4	10.0
医疗	-1.6	3.3	4.9
金融	-36.5	-32.2	4.3
原材料	-20.3	-17.2	3.1
能源	-108.6	-105.5	3.1
信息科技	-0.6	2.5	3.1
通讯服务	-16.8	-14.2	2.6
必需消费品	-3.7	-2.2	1.5
房地产信托基金	-9.7	-11.0	-1.3
公用事业	1.6	0.2	-1.4
工业	-52.8	-55.4	-2.6

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、全国研究通讯员、Refinitiv I/B/E/S

## 年度每股收益预测上调而非下调

标普 500 年度每股收益普遍预测：过去与当前预测



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、全国研究通讯员、Refinitiv I/B/E/S

比如说，假设 2021 年的盈利处于低端为 150 美元、高端为 170 美元的较大区间，那么标普 500 的估值将在 19.8 倍至 22.5 倍之间，仍远高于 15.0 倍的长期平均水平。

的确，我们认为有多种理由可以说明估值高企的合理性：似乎难以改变的超低利率、超宽松货币政策、盈利和经济增长见底且有望改善、缺乏投资替代品等等。即便如此，估值如此之高也难以令人信服。

结论是：企业和市场基本面正随同经济步入正轨。不过市场估值已经体现了这一点。



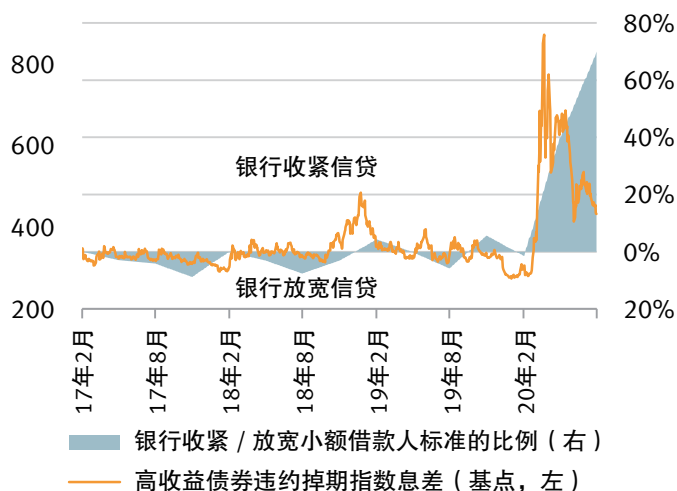
## 美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- **最新经济数据显示经济回升速度高于预期**，7月非农就业人数增加了170万，自2019年7月以来消费物价指数也上升了1.0%。尽管这是一个好消息，但即使是这个较快的步伐，也使得3月以来美国经济仍出现了**1150万个就业岗位赤字**。由于失业率超过10%和通胀率低于美联储2%的非正式目标，我们清楚地看到美联储维持其宽松货币政策立场的必要性。
- **但财政政策路径仍不明朗**。每周600美元的联邦失业补助计划已于7月底到期，国会尚未延长该计划。特朗普总统签署了旨在提供一些联邦救济措施的行政命令，但由于各种法律和后勤原因，经济影响可能会较小。**两党似乎都对这种僵局感到满意**，尤其是在金融市场并未表现出任何担忧的情况下。
- **次投资级债券将很快需要一个新的名字**，因为“高收益”正变得名不符实。最新的证据是本周评级为BB+的包装公司Ball Corporation发行了13亿美元的10年期债券，**这批债券的票面利率为2.875%，创下了这种规模和期限的高收益债券的历史新低**。尽管票面利率较低，今年已发

## 利率分化

收紧信贷的银行与信贷宽松的市场



资料来源：彭博社、美国联邦储备委员会

行了超过2740亿美元的次级投资级债券，超过2019年高收益债券发行人全年的发行总额。

- **对于依赖银行融资的小企业来说，情况就没那么乐观了**。根据美联储最新的高级信贷人员对银行借贷行为的意见调查，超过三分之二的银行对销售额低于5000万美元的企业借款人收紧了信贷标准。这是**自2008年以来最严格的信贷限制**。美联储对依赖银行融资的借款人的唯一干预，即大众企业贷款计划，迄今为止仅提供了不到3亿美元的贷款，部分原因是规则和动机复杂。



## 加拿大

Meika McKelvey – 多伦多

- 7月加拿大新增就业岗位约41.8万个，连续第三个月实现就业增长，使得5月以来累计新增就业岗位达到170万个。这意味着在新冠肺炎危机期间55%失去的工作岗位已经恢复。劳动力市场的复苏步伐持续令人鼓舞，但仍受到**新冠肺炎疫情爆发以来加拿大经济累计损失超过一百万个工作岗位**的影响，加拿大皇家银行资本市场预计到明年就业市场将继续开工不足。同样值得注意的是，**7月新增的就业岗位中约83%为兼职岗位**。鉴于经济前景的持续不确定性，如果雇主选择谨慎增加员工，这可能会成为一个趋势。随着经济持续复苏，全职就业岗位将会持续增长，成为经济适应新常态的标志。
- 本周与全球政府债券收益率曲线走势一致的是，**过去四个交易日大部分加拿大政府债券的收益率曲线陡化约10个基点**，本月已陡化近20个基点。这种走势的驱动因素是政府刺激措施的规模创下纪录，以及债券供应为长期利率带来强大的上行压力，从而导致长期债券收益率上升。由于政府债券和其它发达市场的收益率曲线再度趋陡，**实际收益率仍保持稳定，市场通胀预期则持续攀升**。截至8月13日，反映传统政府债券通胀补偿水平的加拿大10年期盈亏平衡通胀率升至约1.3%，仅比新冠肺炎疫情爆发前的水平低20个基点。尽管通胀预期已自3月低点反弹，但仍处于历史低位，这意味着防范通胀的成本几乎从未低至当前水平。**这是我们在过去约18个月里相对偏好通胀挂钩债券的关键驱动因素**。



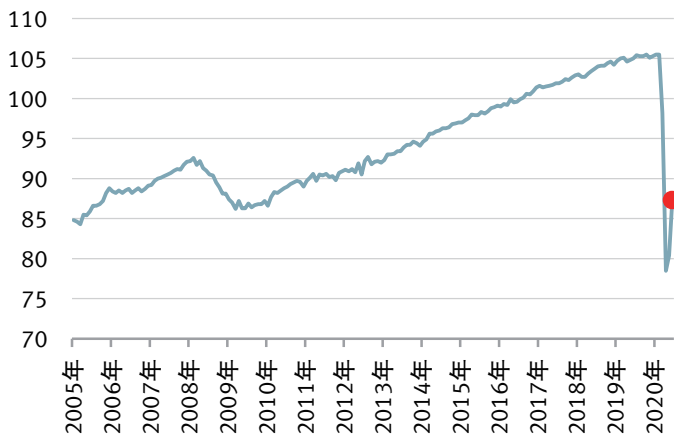
## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **二季度英国 GDP 下滑占据新闻头条，出现史上最大幅度的季度萎缩**，季度环比下滑 20.4%，同比则下滑 21.7%。尽管引人注目，却与普遍预期基本一致。
- 被广泛提及的一点是，经济活动的降幅**比欧洲大陆主要经济体的情况显著得多**。事实上只有西班牙的降幅更大，二季度 GDP 同比萎缩 22%。其它国家的情况稍好，德国 GDP 同比萎缩 11.6%，而尽管在今年春季大部分时间里均处于疫情中心，意大利仅同比下滑 17.3%，法国的同比降幅也较小，为 19%。
- 加拿大皇家银行资本市场的经济学家表示，**由于英国较为依赖面向消费者的服务，而且是在一季度的最后几天较晚开始实施封锁**，使得冲击主要集中在二季度，**落后于其它国家**。其它欧洲国家较早实施封锁，影响分散到一季度。此外，由于英国的封锁不那么严格，持续的时间也 longer，经济重启的速度低于其它欧洲国家。
- 尽管如此，考虑到英国由于较为协调的财政和货币政策反应而受到称赞，我们认为英国经济的表现有点令人失望。**6 月经济以环比 8.7% 这一相对较高的速度反弹，但要恢复到危机前的水平仍有很长的路要走。**

## 英国 GDP 回归路漫漫

国家统计局月度 GDP 指数



资料来源：Haver Analytics、国家统计局、加拿大皇家银行资本市场

- 与此同时，**英国脱欧前景继续构成威胁**。与欧盟的谈判几无成果，**维持现状至 12 月底的过渡期已经不多**。加拿大皇家银行环球资产管理的首席经济学家 Eric Lascelles 将无贸易协议脱欧的概率提高到 55%，这成为他的主要假设。在未达到贸易协议的情况下脱欧将成为英国经济需要克服的另一个挑战。



## 亚太区

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

- 本周亚太股市普遍走高，其中日本和韩国领涨。**日经 225 指数已接近 6 个月来的高点**，几乎已经完全收复爆发新冠肺炎疫情以来的失地。本周反弹受到半导体板块的推动，这也许是由于在全球同行的股票强劲上涨之后，人们预期与新技术相关的芯片需求将会增加。
- **中国政府宣布恢复办理内地赴澳门旅游签证**。澳门社会事务及文化司司长表示，澳门正在与内地有关部门合作全面恢复签证计划，不过警告称如果再次发生病毒传播，该计划可能受阻。国内游客回归的消息令本周澳门博彩股(金沙中国、银河娱乐、美高梅中国、永利澳门)上涨至少 7%。
- 由于在新冠肺炎得到控制的地区经济继续复苏，**7 月澳大利亚新增就业岗位 11.47 万个，是预期增幅的 4 倍**。随着越来越多的人重新加入劳动力大军，失业率升至 7.5%。观察人士认为**澳大利亚正出现越来越多劳动力市场“三速”的苗头**：由于感染人数激增而不得不重新采取严格的限制措施，维多利亚州开始瘫痪；新南威尔士州因悉尼抗击疫情而陷入萧条；没有受到病毒感染的西澳大利亚州则持续向好。
- **腾讯 (700 HK) 2020 财年第二季度的业绩超出普遍预期**。游戏提振了腾讯的整体收入，不过其广告业务呈现疲软态势。管理层提醒称未来游戏内消费有望正常化。在盈利报告中腾讯高管试图安抚投资者，美国总统特朗普对腾讯微信通讯服务的禁令可能只适用于其海外业务，并表示他们“正在寻求美国两党进一步的澄清”。



## 市场行情

数据截至 2020 年 8 月 13 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	3,373.43	3.1%	4.4%	15.3%	19.5%
道琼斯工业平均指数	27,896.72	5.6%	-2.2%	6.2%	10.8%
纳斯达克指数	11,042.50	2.8%	23.1%	37.7%	41.2%
罗素 2000 指数	1,579.79	6.7%	-5.3%	4.6%	-5.7%
标普 / 多伦多综合指数	16,530.06	2.2%	-3.1%	1.1%	1.7%
富时全股指数	3,447.01	5.0%	-17.9%	-13.0%	-17.9%
欧洲斯托克 600 指数	372.53	4.5%	-10.4%	0.0%	-3.2%
欧洲斯托克 50 指数	3,342.85	5.3%	-10.7%	-0.4%	-2.0%
恒生指数	25,230.67	2.6%	-10.5%	-0.2%	-9.7%
上证综指	3,320.73	0.3%	8.9%	18.7%	19.2%
日经 225 指数	23,249.61	7.1%	-1.7%	13.7%	6.4%
印度 Sensex 指数	38,310.49	1.9%	-7.1%	3.7%	1.8%
新加坡海峡时报指数	2,595.97	2.6%	-19.5%	-17.5%	-20.0%
巴西 Ibovespa 指数	100,460.60	-2.4%	-13.1%	-2.7%	29.6%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,615.62	4.3%	-11.3%	-2.2%	-20.8%
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)	1,953.46	-1.1%	28.7%	30.1%	63.7%
白银 (现货美元 / 盎司)	27.36	12.2%	53.3%	61.3%	82.5%
铜 (美元 / 吨)	6,434.50	0.2%	4.6%	10.9%	5.1%
原油 (WTI 现货 / 桶)	42.24	4.9%	-30.8%	-26.0%	-37.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	45.10	4.2%	-31.7%	-26.4%	-37.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.19	21.8%	0.1%	2.1%	-25.2%

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	0.716%	18.8	-120.2	-98.8	-216.3
加拿大 10 年期债券	0.639%	17.2	-106.3	-60.2	-166.2
英国 10 年期债券	0.243%	13.9	-57.9	-25.1	-100.9
德国 10 年期债券	-0.412%	11.2	-22.7	19.7	-72.3
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	1.13%	-0.5%	7.2%	7.9%	18.0%
美国投资级企业债券	1.90%	-0.4%	8.0%	10.0%	23.3%
美国高收益企业债券	5.40%	0.6%	1.3%	5.3%	11.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.2670	-0.1%	-3.2%	-4.6%	-3.2%
加元 / 美元	0.7566	1.5%	-1.7%	0.1%	-0.6%
美元 / 加元	1.3217	-1.5%	1.7%	0.0%	0.6%
欧元 / 美元	1.1813	0.3%	5.4%	5.7%	3.5%
英镑 / 美元	1.3058	-0.2%	-1.5%	8.3%	2.2%
澳元 / 美元	0.7147	0.1%	1.8%	5.1%	-1.7%
美元 / 日元	106.9400	1.0%	-1.5%	0.2%	-3.4%
欧元 / 日元	126.3300	1.3%	3.7%	5.9%	0.0%
欧元 / 英镑	0.9047	0.5%	6.9%	-2.3%	1.2%
欧元 / 瑞郎	1.0748	-0.1%	-1.0%	-1.5%	-5.2%
美元 / 新加坡元	1.3729	-0.1%	2.0%	-0.8%	-0.2%
美元 / 人民币	6.9451	-0.4%	-0.3%	-1.4%	0.8%
美元 / 墨西哥比索	22.1712	-0.5%	17.1%	14.4%	16.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3595	2.7%	33.0%	41.8%	38.0%

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 8 月 13 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 -1.7%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 1.7%。美元 / 日元为 106.94，表示 1 美元可兑换 106.94 日元。美元兑日元的回报为 -1.5%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.5%。

## 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

Meika McKelvey – 加拿大多伦多

meika.mckelvey@rbccm.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.mcgarritty@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：**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 条规则所规范。

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持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	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。**