

全球 透视

周刊

美联储伺机而动

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

就在市场对美联储出台更多政策的预期达到高潮之际，美联储似乎避免采取进一步的政策行动。我们仍认为这对市场来说并不是问题，因为形势仍然有利，而且美联储将在必要时伺机而动。

自7月美联储会议以来，美联储的官方言论引发了美联储会在即将举行的会议上采取更多货币政策的必要性和意愿的疑问，尤其值得一提的是美联储温和派决策者之一明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari 的说法：

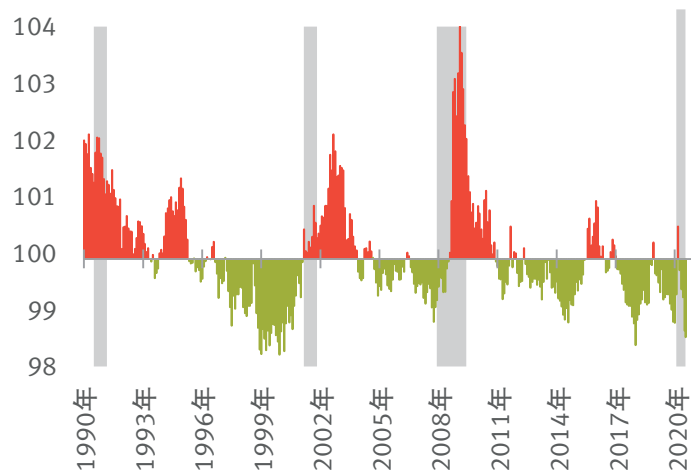
“疫情路径将决定经济路径，所以任何人能做的最重要的事情就是了解疫情。在此之前，我不知道美联储还有多大的可为空间。”

这种情绪在本周发布的美联储7月28-29日会议纪要中广泛得到反映，在备受期待的9月会议之前引发了市场恐慌，而市场对扩大甚至可能增加政策工具的预期甚高。在三个主要工具当中，市场最为关注的收益率曲线控制似乎一直都居于次要地位：

“大多数与会者都对将收益率上限和目标作为货币政策工具提出了看法……多数人认为在当前环境下收益率上限和目标带来的好处也许有限，因为委员会关于联邦基金利率路径的前瞻指引似乎已经高度可信，长期利率也已经很低。”

说到这，由于美债收益率仍全线处于历史低位，第二个受到重点关注的前瞻指引也许不会在9月看到任何变化，反映出

打破传统周期，从历史角度看金融状况依然宽松
高盛金融状况指数



注：阴影部分表示美国衰退期

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、高盛

市场脉搏

- 3 剔除大型科技股后标普 500 指数回报率为负
- 3 加拿大楼市创历史新高
- 4 欧洲将延长就业保留计划?
- 4 美中紧张关系骤然加剧

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年8月20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20日16:06；传播：美国东部时间2020年8月20日16:55



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。

市场预期与政策利率路径较为一致，从而降低了美联储更新其利率前瞻指引的紧迫性。

至于是将未来利率走势与通胀目标、劳动力市场目标、基于期限的结果挂钩，还是将其中某些因素或全部结合起来，关于如何做到这一点的争论还在继续。尽管在9月的会议上可能会有所变化，会议纪要只是表示市场仅在近期的“某个时候”才需要这种指引。

最后，第三个工具——资产购买——不太可能会在9月发生任何变化。会议纪要认为，当前每月800亿美元的美债和400亿美元的抵押贷款支持证券的组合也许已经提供了宽松环境，而不仅仅是通过降低美债收益率为市场提供流动性，而已经处于低位的收益率也减少了进一步宽松的需要。

焦急等待

那么，这一切是否增加了美联储令市场失望的风险？非也。在当前阶段，美联储的评估也许是正确的，即在疫情蔓延和经济复苏的路径变得更加清晰之前，并无迫切需要增加和扩大现有政策工具。

如第1页图表所示，基于利率水平、美元、股市和企业债券信贷息差的广义市场宽松指标等金融状况不仅仍接近史上最宽松的水平，通常在美国经济衰退期间出现的压力也从未成为现实，这在很大程度上是由于美联储采取快速而果断的行动。

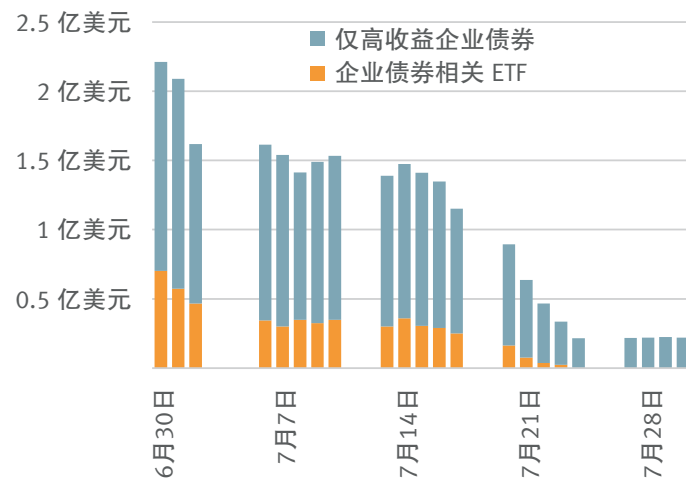
美联储3月时的目标是维持市场运作，为经济争取时间。这些行动也为美联储赢得了评估下一阶段货币政策的时间。美联储依然“全力以赴”，并将继续尽其所能支持经济复苏和市场。主要风险也是美联储一直尤其强调的一点，即进一步财政刺激的必要性，进入9月上半个月时这方面的进展情况很可能会比任何事情都更能决定美联储9月会议的结果。除了政策之外，美联储将自6月以来首次更新经济预测，如果没有财政支持，可能会存在下调风险。

企业债券

最后，美联储大肆吹嘘的企业债券购买计划和在大流行早期阶段推出的借贷工具最近几周已逐步放缓，这在很大程度上

美联储放缓企业债券购买步伐

美联储每日购买的企业债券（百万美元）



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美联储

没有引起人们的注意，因为信贷市场基本上已恢复到大流行前的强劲水平和流动性。美联储已经完全停止购买企业债券上市交易基金(ETF)，而且每日仅买入2000万美元的企业债券，远低于一个月前的水平，在任何一天都仅占在美国企业债券市场交易额200亿美元的一小部分。

我们认为，美联储维持这一象征性的购买步伐是因为它希望尽可能地维持信贷市场的市场风险定价。只有在出现另一轮流动性不足以支持市场运作的情况下，美联储才有可能增购企业债券。

美联储伺机而动

美联储仍是经济复苏和市场运作不可或缺的部分，但当前阶段我们认为美联储的评估是正确的，即货币政策依然有效，宽松程度也是合理的。如果条件允许，市场可以预期美联储会大步后撤，但跟大家一样，美联储也在等待公共卫生危机的走向明朗化。美联储仍将在必要时伺机而动。



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 继上周价值股大涨后，**本周美国股市走高，2020年的领涨股重申了自己的领涨地位。**本周标普 500 指数上涨 0.4%，纳斯达克指数的表现还要好一些，道琼斯工业股票平均价格指数和罗素 2000 指数则表现较差。通讯服务、非必需消费品和信息技术板块的领涨地位显而易见，能源板块明显落后，金融和工业类板块紧随其后。
- **尽管 2020 年提供正向回报并创下历史新高让人们惊讶，重要的是理解这种走势背后的驱动因素。**具体而言，截至 8 月 19 日周三收盘时，标普 500 指数在前一日创下历史收盘高点后上涨了 5.8%。但重要的是要意识到全球领先的六家大型公司对 2020 年的回报率产生了巨大影响。这些公司包括 Facebook、苹果、亚马逊、Netflix、谷歌母公司 Alphabet 和微软。它们总体上对标普 500 指数年度涨幅的贡献率接近 160%。换句话说，如果投资者持有的标普 500 指数股票不含 FAANGM，而是将其配置该指数中其余 494 家公司，这种假设下的 2020 年标普 500 指数回报率将变成 -4.2%。由于投资者试图认真思考全球现状

不计 FAANGM 的标普 500 指数回报率转为负数

2020 年年初迄今回报率和归因

指数或公司	2020 年年初至今	
	总回报	标普 500 指数回报率 %
标普 500 指数	5.8%	100.0%
科技板块	26.3%	127.6%
FAANGM	43.7%	158.5%
Facebook	27.9%	11.3%
苹果	58.7%	49.3%
亚马逊	76.5%	48.3%
Netflix	49.7%	6.3%
微软	34.0%	34.4%
Alphabet	15.5%	9.0%
标普 500 指数 (不含科技股)	-2.1%	NMF
标普 500 指数 (不含 FAANGM)	-4.2%	NMF

备注：FAANGM 是 Facebook、苹果、亚马逊、Netflix、微软和谷歌母公司 Alphabet 的统称。NMF = 影响不大

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 8 月 19 日

和似乎已与现实脱钩的指数回报率，理解这一点至关重要。关键在于，剔除在新冠肺炎疫情期间从容应对的大型科技公司之后，美国股市**并不像总体回报率那样看似与疫情和经济状况脱节。**

- **本周公布的经济数据大多令人失望**，初请失业金人数再度突破 100 万大关，达 110 万。上周初请失业金人数为 97.1 万，创下 3 月以来的最大单周增幅。近几天费城和纽约 (帝国州) 的区域活动指数也未能达到预期。综上所述，我们认为**这些数据表明经济仍处于复苏阶段**，要恢复至新冠肺炎疫情前水平**长路漫漫。**



加拿大

Arete Zafiriou 和 Carolyn Schroeder – 多伦多

- **7 月加拿大房地产市场创下历史新高。**新冠肺炎疫情削弱了 2020 年春季的市场活力，并将经济活动转移到夏季这一传统上比较缓慢的时期。7 月加拿大全国二手房交易环比激增 26%，同比增长 30.5%，创下 63.7 万套 (年化) 的历史新高。**几乎所有本地市场均录得强劲增长**，尽管 6 月的水平较低，这在很大程度上是由于新冠肺炎疫情封锁造成需求受到压抑。加拿大 MLS 房价指数 (HPI) 同比上涨 7.4%，创下 30 个月来的最高涨幅，渥太华和蒙特利尔的销售额同比分别增长 18.4% 和 14.1%，继续领跑全国。尽管由于加拿大紧急应对福利和其它金融支持计划逐步取消、失业率高企和移民减少，加拿大皇家银行经济研究部预计今年晚些时候住房需求将会降温，但它认为被压抑的需求仍有待满足。
- 蒙特利尔银行将于 8 月 25 日公布业绩，从而揭开加拿大银行财报季的帷幕，在此之前**加拿大皇家银行资本市场上调了对大型银行核心每股收益 (EPS) 的预测。**它将第三季该板块的核心每股收益由此前预测的同比下滑 25% 左右上调至平均同比下滑 14%，而这主要是由于**假设信贷损失拨备减少**。尽管加拿大失业率仍高居不下，7 月底已由 4 月底的 13.0% 降至 10.9%。2020 年二季度末以来信用卡和抵押贷款拖欠率也有所下降。加拿大皇家银行资本市场认为多数银行履约贷款的信贷损失拨备在上个季度达到峰值，而在危机早期引入的延期和政府计划正在发挥预期作用，可能将减值贷款 PCL 的峰值推至 2021 年中。



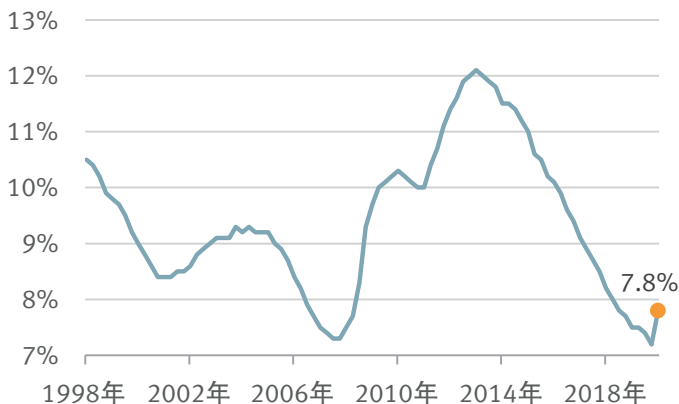
欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 在英国和欧洲大陆，8月通常是平静的月份。由于交易量低于平均水平且鲜有重大新闻报道，**欧洲斯托克 600 (不含英国) 指数和富时全股指数双双下跌**。石油、天然气和公用事业板块的表现最差，德国公用事业公司 RWE 宣布增资 10%，筹集 20 亿欧元，从而加速其在可再生能源领域的扩张，这拖累了公用事业板块。在宣布这一消息之前，RWE 的股价已经突破其 2020 年的高点，该公司指出：“当前市场环境允许我们以对股东有吸引力的估值水平进行股权融资。”
- **欧洲新冠肺炎疫情病例继续增加**，西班牙和法国重新回到 4 月时的较高水平。**控制疫情的额外措施已经实施**。西班牙下令夜总会停止营业，希腊则对酒吧和餐馆实行宵禁。意大利紧随其后，加大了戴口罩规定的执行力度。
- **关于是否应延长工作岗位保留计划的辩论正式开始**。德国最早提出这种政府方案，为缩短员工工作时间的公司提供补贴。其背后的想法是补贴的成本会低于解雇和重雇员工的成本。由于许多欧洲国家均采用了此类方案，**今年欧元区的失业率几无变化**。
- 但这些措施很多都即将结束，其中有些将于 2020 年底时到期。有些国家正考虑延长计划，尤其是法国将补贴至

兼职工作计划掩盖欧洲失业率

欧盟统计局欧元区失业率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、Eurostat；数据截至 2020 年 6 月 30 日

2022 年。在德国，财政部长 Olaf Scholz 正寻求将短时工作计划由当前的 12 个月延长至 24 个月。**如果不延长这些计划，欧元区的失业率可能会回到 2012 年欧洲主权债务危机期间创下的低双位数高点。**



亚太区

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

- **受中美关系持续紧张消息的影响，亚洲股市仍处于波动之中**。周一美国将华为在 21 个国家的 38 家子公司列入**经济黑名单**，目的是切断该公司获得商用芯片的渠道。这种限制很可能进一步打击华为的**5G 基站和智能手机业务**，因为该公司严重依赖外国芯片生产这些产品。据彭博社报道，华为自主设计的某些芯片将在 2021 年初时耗尽库存。
- **华为在亚洲的供应商股价出现下跌**，但对某些供应商来说影响也许是可控的，因为来自华为竞争对手的订单可能会增加，尤其是在智能手机领域。由于投资者担心中国 5G 网络扩张将会放缓，8 月 20 日**台湾股市出现五个月来的最大跌幅**。
- 此外，美国国务院已经**要求美国高校从捐赠基金中撤除所持中国公司的股份**。它警告称，到 2021 年底时中国企业可能会从美国“全面退市”。
- 另外，**美国暂停了与香港的引渡条约，并终止了航运互惠税收待遇**，这也许更像是向中国施加压力的象征性举动。
- 至于中美贸易关系，在特朗普总统说“我现在不想和中国对话”后不久，彭博社和其它新闻机构报道称**两国可能会很快举行贸易谈判**。不过我们对谈判能否达成任何有意义的协议表示怀疑。
- 中国第二大电子商务企业**京东 (JD) 公布的 2020 年二季度业绩强劲**。总体营收同比增长 34%，达 2010 亿元人民币。京东的自营物流网络帮助其度过新冠肺炎疫情封锁期，在竞争对手难以将商品送达用户的情况下赢得了用户。其年度活跃用户数量同比增长约 30%，达 4.17 亿，为两年来的最高增速。



市场行情

数据截至 2020 年 8 月 20 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	3,385.51	3.5%	4.8%	15.7%	20.0%
道琼斯工业平均指数	27,739.73	5.0%	-2.8%	5.6%	10.1%
纳斯达克指数	11,264.95	4.8%	25.5%	40.5%	44.1%
罗素 2000 指数	1,564.30	5.7%	-6.2%	3.6%	-6.6%
标普 / 多伦多综合指数	16,606.76	2.7%	-2.7%	1.6%	2.2%
富时全股指数	3,354.33	2.2%	-20.1%	-15.3%	-20.1%
欧洲斯托克 600 指数	365.64	2.6%	-12.1%	-1.8%	-5.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,273.98	3.1%	-12.6%	-2.5%	-4.0%
恒生指数	24,791.39	0.8%	-12.1%	-1.9%	-11.3%
上证综指	3,363.90	1.6%	10.3%	20.3%	20.7%
日经 225 指数	22,880.62	5.4%	-3.3%	11.9%	4.7%
印度 Sensex 指数	38,220.39	1.6%	-7.4%	3.4%	1.5%
新加坡海峡时报指数	2,527.92	-0.1%	-21.6%	-19.7%	-22.1%
巴西 Ibovespa 指数	101,467.90	-1.4%	-12.3%	-1.8%	30.9%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	38,707.24	4.6%	-11.1%	-1.9%	-20.6%
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)	1,950.66	-1.3%	28.6%	29.9%	63.4%
白银 (现货美元 / 盎司)	27.37	12.2%	53.3%	61.3%	82.5%
铜 (美元 / 吨)	6,698.75	4.3%	8.9%	15.4%	9.4%
原油 (WTI 现货 / 桶)	42.58	5.7%	-30.3%	-25.4%	-36.6%
原油 (布伦特现货 / 桶)	44.90	3.7%	-32.0%	-26.8%	-38.2%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.35	30.7%	7.4%	9.5%	-19.8%

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	0.653%	12.4	-126.5	-105.1	-222.6
加拿大 10 年期债券	0.562%	9.5	-114.0	-67.9	-173.9
英国 10 年期债券	0.225%	12.1	-59.7	-26.9	-102.7
德国 10 年期债券	-0.496%	2.8	-31.1	11.3	-80.7
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	1.14%	-0.7%	7.0%	7.7%	17.7%
美国投资级企业债券	1.95%	-1.2%	7.1%	9.1%	22.4%
美国高收益企业债券	5.59%	0.1%	0.9%	4.8%	11.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	92.7470	-0.6%	-3.8%	-5.2%	-3.8%
加元 / 美元	0.7587	1.8%	-1.4%	0.3%	-0.4%
美元 / 加元	1.3180	-1.7%	1.5%	-0.3%	0.4%
欧元 / 美元	1.1862	0.7%	5.8%	6.2%	4.0%
英镑 / 美元	1.3217	1.0%	-0.3%	9.6%	3.5%
澳元 / 美元	0.7195	0.7%	2.5%	5.8%	-1.0%
美元 / 日元	105.7800	0.0%	-2.6%	-0.9%	-4.4%
欧元 / 日元	125.4800	0.6%	3.0%	5.2%	-0.7%
欧元 / 英镑	0.8975	-0.3%	6.1%	-3.1%	0.4%
欧元 / 瑞郎	1.0765	0.1%	-0.8%	-1.3%	-5.0%
美元 / 新加坡元	1.3671	-0.5%	1.6%	-1.2%	-0.6%
美元 / 人民币	6.9158	-0.9%	-0.7%	-1.8%	0.4%
美元 / 墨西哥比索	22.0962	-0.8%	16.7%	14.0%	15.6%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5443	6.2%	37.6%	46.7%	42.8%

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 20 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 -1.4%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 1.4%。美元 / 日元为 105.78，表示 1 美元可兑换 105.78 日元。美元兑日元的回报为 -2.6%，表示年初至今美元兑日元下跌了 2.6%。

作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯
tom.garretson@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

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多
carolyn.schroeder@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.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：Carolyn Schroeder 和 Arete Zafiriou 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 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。