

全球 透视

周刊

正视 2020 年前景

Frédérique Carrier – 伦敦； Kelly Bogdanov – 旧金山

2020 年即将拉开帷幕，我们依然看好金融市场形势。但与此同时必须提高警惕，因此我们一直密切关注投资环境。

近期我们美国、加拿大、欧洲和亚洲的专家和策略师团队发表了全球透视 2020 展望，阐述了加拿大皇家银行财富管理对经济、股市、固定收益和大宗商品的看法。

该报告还重点提出了我们认为将适于来年投资战略的四个关键主题：

- 我们对全球经济环境进行了调查，认为股市仍有上涨空间，却也比过去 10 年的任何时候都更加谨慎
- 颠覆性创新浪潮将彻底改变工业领域的前景
- 负利率持续存在，以及它们可能会如何改变投资者行为和扭曲金融市场
- 上一个债务问题的解决方案是否为投资者播下下一个困境的种子

以下是 [2020 年展望](#) 的全文要点和每一篇文章的链接。

2020 年投资观点

我们认为至少在 2020 年之前大多数发达经济体有望继续保持增长（尽管缓慢）。在经济增长缓慢、通胀率稳定在低水平的情况下，主要国家的央行已经发出信号，表示愿意在必要时通过进一步放宽货币政策来保证经济扩张。

在这种背景之下，我们预计 2020 年股市将会上涨。我们认为营收和盈利温和增长是可以实现的，北美股市估值并不极端，欧洲和亚洲则估值偏低。不过尽管我们持观望立场，我们认为投资者不应感到自满。

固定收益市场在很大程度上预计各国央行将在 2020 年继续按兵不动，尽管倾向于进一步放宽货币政策。这应该会将全球收益率锚定在历史低点附近。总的来说，我们更青睐利率风险而不是信贷风险。对于信贷风险，由于投机级企业债券的收益率与经济周期末段固有的额外风险不相称，我们重点关注质量。

至于货币，只要经济持续增长，美元就有望继续获得支撑。在不降息的情况下，加元可能会小幅走低，英镑则仍将受制于英国脱欧进程。

市场脉搏

- 3 解读美股估值
- 3 加拿大经济坚挺
- 4 美法挑起贸易争端
- 4 日本打开经济刺激龙头抵御经济放缓

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2019 年 12 月 5 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。

传播：2019 年 12 月 5 日美国东部时间 17:00；制作：美国东部时间 2019 年 12 月 5 日 15:53



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。

最后，在大宗商品方面，加拿大皇家银行资本市场预计未来12-18个月WTI原油价格将处于50-60美元的区间，金价则将受到美中贸易争端和英国脱欧变幻莫测的影响。

睁大眼睛：股票与经济

展望2020年，我们看涨的理由有三：(1) 下一次美国经济衰退预计将始于一或更长时间之后，宽松的货币环境仍将是主流；(2) 在失业率处于50年低点、储蓄率高企、房价回到金融危机前水平的情况下，占主导地位的美国消费者能够维持支出；(3) 我们认为股市的“内在”不错；盈利预期稳定在合理水平，市场广度指标健康，即指数在多数股票而非少数股票上涨的背景下走高。另外北美股市的估值并不为过，日本和欧洲股市的估值则相对低廉。

然而同样也有三个理由值得谨慎：(1) 收益率曲线已经反转；(2) 衰退概率上升；(3) 增长缓慢，投资环境充满挑战。不能排除偶尔出现非常低或负增长的可能性。重要的是，牛市通常在衰退开始前就会见顶——有时甚至是在一年之前，所以市场可能会在2020年见顶。

所有这些使得我们看好市场，但也比过去10年更加警惕。

新工业革命

“熄灯”工厂、智能供水系统和3D打印等前沿创新将在未来5-10年内彻底改变工业格局。鉴于关税压力和业绩糟糕导致工业板块的估值严重偏低，我们相信现在正是寻找可能会在这些“变革力量”占据主导地位时确立竞争优势公司的好时机。跟其它周期性行业相比，该行业不太容易受到担心民主党可能在2020年美国大选中大获全胜的影响，而且该行业可能会受益于11月大选前贸易战出现任何缓和。

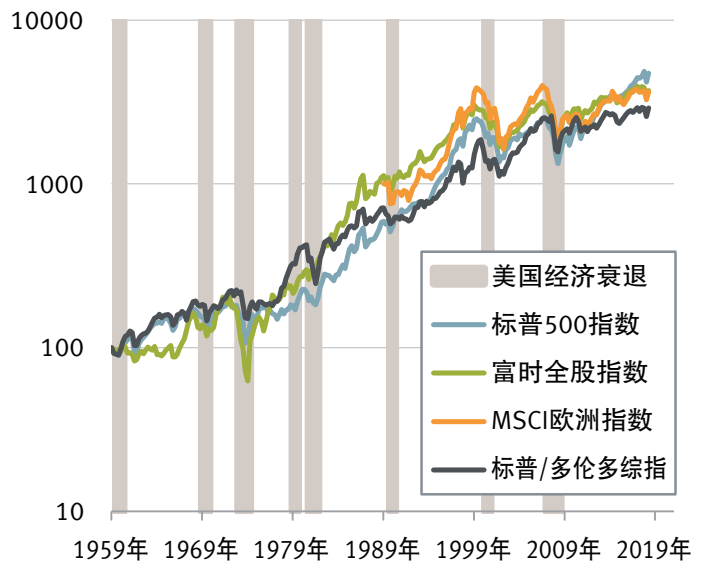
颠倒：负收益率的影响

极低负利率反映了缓慢的实际增长环境以及相对稳定的低通胀。此外，新兴市场国家对发达国家债券市场稀缺“安全”债券的需求增加也带来更大压力。

这种环境可能会使得寻求收益率的投资者逐步走出舒适区而买入高风险资产，使他们更容易受到市场调整的影响。企业也许会禁不住诱惑借钱进行低回报的投资，而这可能会阻碍一个国家的长期生产力。这种环境还挤压了银行的利润空间，

警惕美国经济衰退

牛市不会死于衰老，而是会被美国经济衰退扼杀



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美国商务部、美联储；月度数据截至2019年4月，1960年1月=100(标普500、标普/多伦多综指、富时全股)，1970年1月=1000(MSCI欧洲)

削弱了银行体系，并剥夺了央行拯救经济陷入衰退的宝贵工具，因为利率已经处于如此之低水平。

因此，尽管各国央行也许已通过放宽货币政策延长商业周期，但矛盾的是，它们也可能在一定程度上使得商业周期更加脆弱。这就更需要投资者保持警惕。

低利率之谜

随着各国央行再次转向超低利率策略，我们有理由怀疑它们是否在为信贷市场播下未来问题的种子，给储户带来压力。在商业周期中，一个问题的解决方案往往会成为下一个问题的根源。

针对过去10年债务问题的低利率解决方案为当前储户带来了一系列新的挑战，固定收益投资者承担更多风险所获得的回报也绝不会更少。我们告诫投资者不要让低收益环境将其推离舒适区，并作出可能危及投资组合和长期投资目标的决定。

尽管回报率较低，固定收益资产配置的吸引力仍在于其波动性较低和这种资产类别所提供的保守性投资。



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **近日美国股市反覆无常**，双向震荡幅度均大于平均水平并小幅下跌。在12月的头四个交易日中，传统恐慌指数VIX每天均收于高于11月任何一天的水平。12月迄今标普500指数下跌0.7%，**小盘股领跌**，不过跟大盘股一样走势平缓，公用事业和必需消费品等抗跌板块成为仅有的上涨板块。本月**受到最严重冲击的板块**包括工业、信息技术和原材料等经济敏感型板块和重贸易板块。
- 2019年标普500指数的涨幅约为25%，随着投资者迎接即将到来的一年，**2020年之前的估值开始成为关注焦点**。年初时标普500指数的市盈率为14.7倍，未来12个月的远期市盈率则为17.6倍。显然，2019年期间市场估值大幅上升。但在值得一提的两个关键点中，首先是年初时的任意起点几乎完全与去年12月抛售时的低谷一致。这意味着**2019年的回报率和重新定价受到轻微扭曲**。考虑2019年的走势也许还有更好的方式：标普500指数只比2018年9月的高点上涨了6%。
- 第二个关键点是，根据标准化估值，**80%的标普500指数成份股都比大盘低廉**。这只有在某一年指数中大公司股票的表现最佳时才有可能实现，2019年尤其如此。事实上，今年全球最大的两家上市公司（苹果公司和微软公司）的股价分别上涨了近70%和50%。结果这些在**市值加权指数中的比重将近10%的重量级股票推高了指数估值，使得市场更有理由寻找落后于这两家全球最大上市公司的公司**，这支持我们对美股观望同时注重质量的建议。



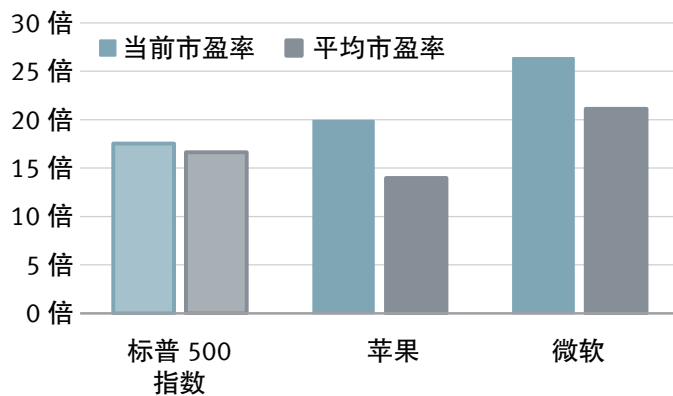
加拿大

Carolyn Schroeder 和 Callum Scott – 多伦多

- **由于商业投资增加和居民增加开支**带动国内整体需求增长0.8%，**三季度加拿大实际GDP(年化)增长1.3%**。与此同时，

标普500指数估值受到全球最大上市公司的影响

未来12个月市盈率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至2019年12月4日

库存累积放缓成为三季度最大的拖累因素，GDP增速因而被拉低1.5%。不过，其中部分原因似乎与大宗商品短暂停产相关。根据加拿大皇家银行经济研究部的数据，净出口将总体GDP增速拉低了约0.5个百分点。总而言之，尽管对经济前景仍存担忧，**当前加拿大的经济状况似乎仍相对坚挺**，上述数据并未改变这一点。10月GDP数据与加拿大央行的预测相符，它也许会对商业投资增长感到欣慰，因为这表明短期内经济活动有望继续保持相对良好的势头。

- **加拿大央行连续第9次将利率维持在1.75%的水平不变**，同时声明的语气相比上一次更为中性。加拿大央行表示全球经济正在企稳，加拿大经济依然坚挺。在国内，**劳务市场和工资增长强劲、通胀率也维持在加拿大央行2%的目标水平附近**，经济增长阻力和居民债务水平上升成为人们关注的焦点。加拿大央行继续指出“贸易冲突和相关不确定性仍在拖累全球经济活动，并仍是经济前景的最大风险来源。”加拿大央行继续暂停降息使得加拿大成为发达经济体中政策利率最高的国家，而且几乎没有迹象表明近期会降息。声明公布后加元兑美元汇率小幅走高。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **欧元区继续呈现制造业最糟糕时期也许已成过去的迹象**，由于新订单增加，11月 IHS Markit 西班牙制造业采购经理人指数 (PMI) 由 10 月的 46.8 升至 47.5。同期德国制造业 PMI 也由 43.8 小幅升至 44.1。**该指数仍低于 50，处于收缩模式，不过我们相信已开始企稳。**与此同时，由于德国出现回升，虽然意大利呈现疲弱态势，11 月欧元区服务业 PMI 预览值略有改善，从 51.5 升至 51.9。**总而言之，我们的基本观点仍是制造业企稳和增长乏力。**
- 由于**特朗普政府表示将对价值约 24 亿美元的法国商品加征 100% 关税**，以报复法国征收数字服务税，美国和欧盟之间再次出现贸易紧张局势。法国政府于 7 月推出了这项针对谷歌、苹果、亚马逊和 Facebook 的税收，它认为这些公司的很多数字交易均逃避缴纳税款。法国商品如香槟、手袋、瓷器和奶制品均成为目标，最早可能会在 2020 年 1 月加征关税。与美国的贸易紧张局势加剧将对欧盟不利。美国是欧盟重要的贸易伙伴，对美出口额占总出口额（不包括欧盟成员国之间的贸易）的比重略低于 20%。
- **奢侈品行业的并购活动仍是人们关注的焦点。**不久前路易威登 (LVMH) 宣布以 160 多亿美元的价格收购美国珠宝公司蒂芙尼 (Tiffany)，这可能成为奢侈品行业有史以来最大的一笔交易。由于彭博社未经证实的报道称古驰 (Gucci) 母公司开云集团 (Kering S.A.) 就潜在收购进行了“探索性谈判”，12 月 5 日意大利奢华外套集团 Moncler S.p.A 公司的股票应声大涨。**鉴于重量级企业拥有规模和多元化优势，我们预计整合仍将成为该行业持续存在的主题。**



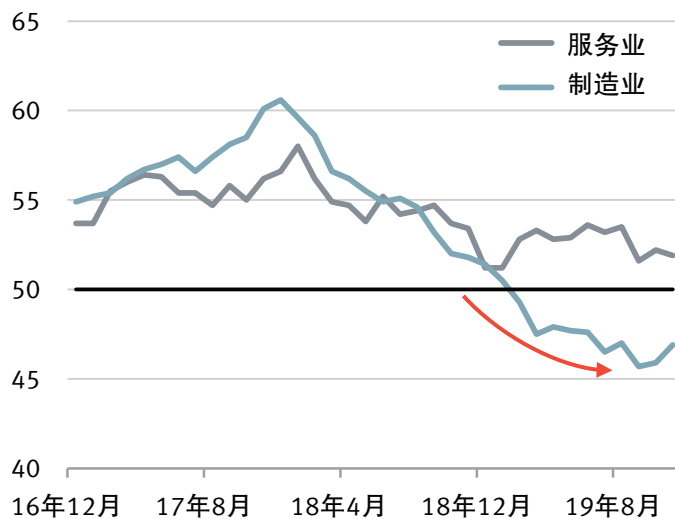
亚太区

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

- 由于投资者坐等美国和中国能否达成第一阶段的贸易协议的消息，**亚洲股市继续波动。**如果无法达成协议，我们相信美国将在 12 月 15 日实施对中国商品加征关税的计划。

欧元区 PMI 企稳

截至 11 月的 Markit 欧元区 PMI



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 11 月 30 日

- 继上周美国总统特朗普签署《香港人权和民主法案》之后，**美国众议院通过了《新疆法案》**，该法案提出对侵犯穆斯林少数民族人权的中国官员实施制裁。**中国警告称将很快公布一份“不可靠实体”名单**，对美国公司实施制裁。这些动向可能会增加中美关系的不确定性。我们预计，未来 10 天股市对任何贸易谈判消息都将非常敏感。
- 尽管人们对贸易紧张局势和经济放缓感到担忧，不过**11 月中国经济数据基本上没有受到影响**。11 月中国官方制造业采购经理人指数 (PMI) 7 个月来首次升至 50.2，高于预期的 49.5。11 月财新制造业 PMI 也有所上升，达 51.8 (预测则为 51.5)，与 10 月基本持平。不过，当前我们对经济前景并未过于乐观，因为**明年出口行业可能仍面临加征关税的压力。**
- **日本正努力抵御经济放缓。**安倍政府宣布了**26 万亿日元的经济刺激计划**，用于修复台风造成的破坏、升级基础设施和投资新技术。该数额高于市场预期，其目标是**将 GDP 拉高 1.4 个百分点**。2019 年三季度时日本经济已处于扩张状态，其中部分原因是 2020 年东京奥运会使得基础设施需求强劲。由于全球经济增长放缓和中美贸易紧张局势，经济增长幅度不大。



市场行情

数据截至 2019 年 12 月 5 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	3,117.43	-0.7%	24.4%	15.5%	18.6%
道琼斯工业平均指数	27,677.79	-1.3%	18.6%	10.6%	14.5%
纳斯达克指数	8,570.70	-1.1%	29.2%	19.7%	26.7%
罗素 2000 指数	1,614.83	-0.6%	19.7%	9.1%	6.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,854.92	-1.1%	17.7%	11.0%	5.9%
富时全股指数	3,969.84	-2.4%	8.0%	4.7%	-1.5%
欧洲斯托克 600 指数	402.66	-1.2%	19.3%	13.7%	4.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,648.13	-1.5%	21.5%	15.8%	2.2%
恒生指数	26,217.04	-0.5%	1.4%	-2.2%	-9.1%
上证综指	2,899.47	1.0%	16.3%	9.4%	-12.2%
日经 225 指数	23,300.09	0.0%	16.4%	6.3%	3.0%
印度 Sensex 指数	40,779.59	0.0%	13.1%	13.6%	24.3%
新加坡海峡时报指数	3,174.19	-0.6%	3.4%	0.6%	-7.7%
巴西 Ibovespa 指数	110,622.30	2.2%	25.9%	24.2%	52.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	42,216.03	-1.4%	1.4%	0.8%	-11.1%
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)	1,475.59	0.8%	15.1%	19.3%	16.6%
白银 (现货美元 / 盎司)	16.96	-0.4%	9.4%	17.0%	5.3%
铜 (美元 / 吨)	5,857.50	0.2%	-1.5%	-5.1%	-10.1%
原油 (WTI 现货 / 桶)	58.43	5.9%	28.7%	10.5%	1.4%
原油 (布伦特现货 / 桶)	63.42	1.6%	17.9%	3.0%	0.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.42	6.0%	-17.8%	-45.9%	-17.0%

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	1.807%	3.1	-87.7	-110.7	-54.4
加拿大 10 年期债券	1.612%	14.9	-35.5	-52.1	-28.3
英国 10 年期债券	0.773%	7.6	-50.4	-54.2	-48.4
德国 10 年期债券	-0.294%	6.6	-53.6	-57.1	-61.4
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	2.30%	0.0%	8.8%	10.2%	8.9%
美国投资级企业债券	2.87%	0.0%	14.1%	15.1%	11.6%
美国高收益企业债券	5.63%	0.0%	12.1%	9.4%	10.0%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.3880	-0.9%	1.3%	0.3%	4.3%
加元 / 美元	0.7589	0.8%	3.5%	1.4%	-3.7%
美元 / 加元	1.3178	-0.8%	-3.4%	-1.3%	3.8%
欧元 / 美元	1.1105	0.8%	-3.2%	-2.1%	-6.1%
英镑 / 美元	1.3162	1.8%	3.2%	3.4%	-2.1%
澳元 / 美元	0.6833	1.0%	-3.1%	-6.0%	-10.2%
美元 / 日元	108.7700	-0.7%	-0.8%	-3.9%	-3.4%
欧元 / 日元	120.7900	0.1%	-4.0%	-5.9%	-9.3%
欧元 / 英镑	0.8437	-1.0%	-6.1%	-5.3%	-4.1%
欧元 / 瑞郎	1.0963	-0.5%	-2.6%	-3.1%	-6.1%
美元 / 新加坡元	1.3605	-0.5%	-0.2%	-0.5%	1.0%
美元 / 人民币	7.0448	0.2%	2.4%	2.7%	6.4%
美元 / 墨西哥比索	19.3631	-0.9%	-1.5%	-5.6%	3.2%
美元 / 巴西雷亚尔	4.1873	-1.2%	8.1%	8.3%	29.1%

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 2019 年 12 月 5 日格林尼治时间晚上 8:35。

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。加元兑美元回报为 3.5%，表示年初至今加元兑美元上涨 3.5%。美元 / 日元为 108.77，表示 1 美元可兑换 108.77 日元。美元兑日元的回报为 -0.8%，表示年初至今美元兑日元下跌了 0.8%。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@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.

Callum Scott – 加拿大多伦多

callum.scott@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

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 Callum Scott 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 2019 年 9 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]	748	51.73	208	27.81
持有[与板块持平]	618	42.74	126	20.39
卖出[跑输板块]	80	5.53	3	3.75

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/证券投资者保护公司成员,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 2019 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成员

版权所有 © 加皇多美年证券有限公司 2019 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 2019 年

版权所有 © 加拿大皇家银行 2019 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。