

全球透视

周刊

美联储“保险式”降息似乎将取得回报

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

由于当前多数官员均相信三次降息足以降低未来的经济不确定性，第一阶段的贸易协议也似乎终于有望达成，本周美联储颇有庆祝胜利之意。但这两者会改变投资格局吗？

2019 年美联储的最后一次会议证实了最近几周许多官员的公开承诺：经过最近几个月三次“保险式”降息之后，美联储确定按兵不动。此外，美联储内部也不再存在希望放宽政策和不希望放宽政策的分歧，绝大多数 (17 名官员中的 13 人) 认为 2020 年之前政策利率保持不变，这也是被市场视为利好的共识。

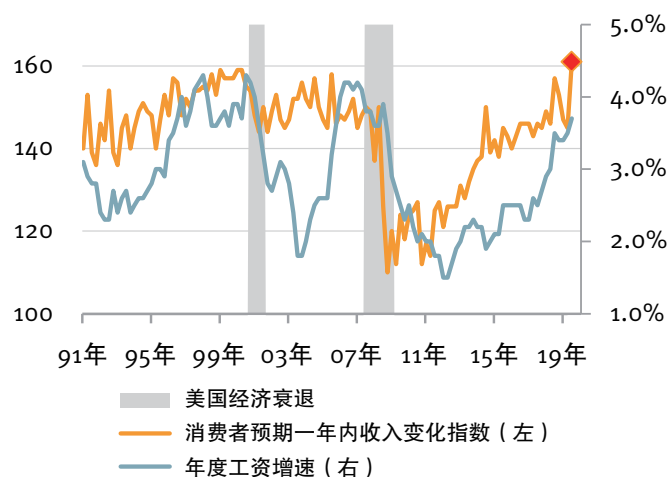
此次会议绝不是近期记忆中的重要会议之一，但另一个关键变化出自美联储的官方声明。有关经济前景“不确定性”的措辞被删除，同时承认“通胀压力减弱”。

虽说取消不确定性的说法表明美联储在经济没有发生实际逆转的情况下并不急于降息，我们认为美联储只不过是措辞上转而关注受美联储政策影响的通胀和美国劳务市场基本面，而不提近期贸易战担忧和其它较难控制的因素。事实证明这是先见之明，周四下午早些时候的新闻报道暗示美国与中国已“大体”达成贸易协议，而特朗普总统已经签署了该协议。

尽管休战的完整细节仍有待了解，我们相信这份协议已经基本上在市场中得到体现。不过，2020 年上半年美国经济中首当其冲受到贸易不确定性影响的部分、即商业信心和投资有望得到改善。

狂热似火

消费者收入增长预期达到数十年来最高水平



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、劳工统计局美国平均时薪私人生产和非主管工资指数、密歇根大学消费者调查

市场脉搏

- 3 美国劳务市场依然强劲
- 3 加拿大经济并未全速前进
- 4 英国大选日
- 4 日本经济增速远超最初预期

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2019 年 12 月 12 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 12 日美国东部时间 17:15；制作：美国东部时间 2019 年 12 月 12 日 14:48



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。

不管怎样，美联储不可能永远按兵不动，事实上也很少会这样。然而，尽管基本上我们认为美联储仍将维持当前政策，也更加倾向于进一步放宽政策，美联储进一步降息、甚至恢复加息周期的可能性有多大？

加息阻力

让连续三次降息的美联储多少感到奇怪的是，在新闻发布会上对美联储主席鲍威尔的许多发问都集中在恢复加息周期、而不是进一步放宽政策的前景。

也许这不过是反映了近期经济形势稳定和贸易方面取得部分进展，以及 11 月另一份显示失业率回落到 3.5 的强劲就业报告。但鲍威尔明确表示：在通胀率“持续”回升到 2% 之前，他完全不会考虑加息。他表示即使失业率处于历史低位，美联储仍认为劳务市场疲软会抑制工资增长。

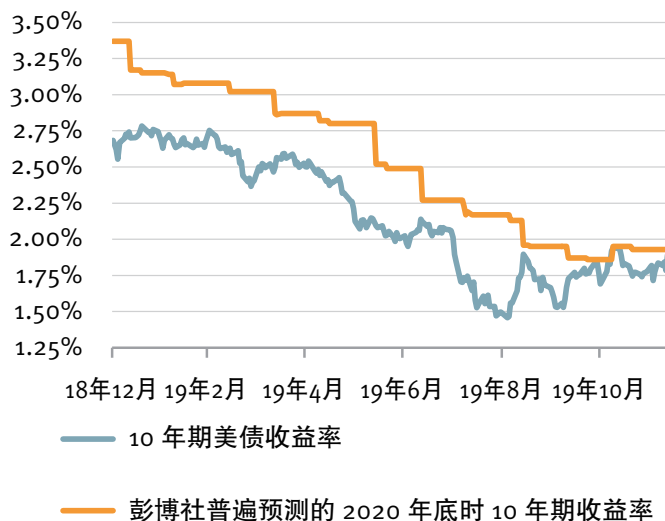
这种情况还会持续多久？在第 1 页的图表中我们看到，上周公布的密歇根大学消费者调查指数显示未来一年认为居民收入增加比认为收入减少多出的消费者人数处于历史最高水平，工资增速升至 3.7%，基本上属于本轮周期最快增速。

就目前而言，这对美联储来说是一个可喜的动向。但如果说有一件事能让美联储重新恢复紧缩模式的话，那就是劳务市场出现过热迹象。

降息阻力

正如鲍威尔所说，美联储在对经济前景进行“实质性的重新评估”之后才会考虑进一步降息，这实际上意味着美联储也许想以降息应对终将来临的经济衰退，部分原因是在利率回到 0.00%-0.25% 的区间之前，美联储事实上只能降息六次。

美联储按兵不动，收益率或维持区间波动



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社分析师调查

我们的主要担忧在于，如果美联储无意通过进一步放宽货币政策维持经济扩张，这本身就可能带来衰退风险。不管怎样，市场仍认为 2020 年美联储再次降息的概率约为 80%。

由于美联储按兵不动，资金撤出场外

由于美联储按兵不动，我们预计在可预见的未来，美债收益率将在当前水平上下波动。即便就业报告意外强劲和贸易方面取得积极进展也未能让 10 年期美债收益率回到 2% 以上。自 7 月 31 日美联储首次降息以来，美债收益率一直低于 2%。我们认为 2% 仍是极限，这意味着收益率接近这一水平的任何一次上升都将成为固定收益投资者买入的机会。

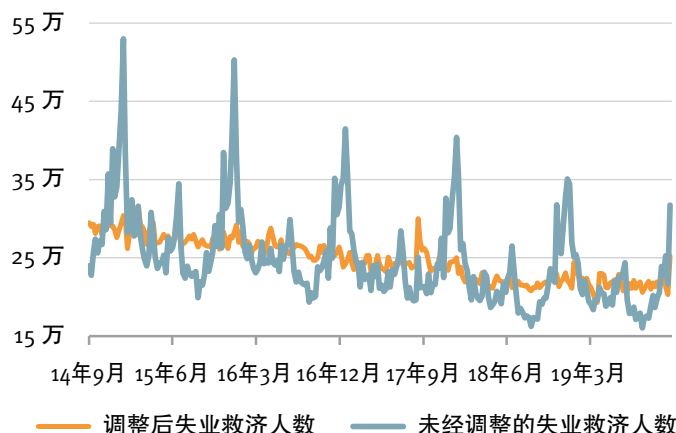


美国

Bill Kuehn(CFA) – 明尼阿波利斯

- 随着年末临近，金融市场的某个小角落可能会突然活跃起来，走出一波有新闻价值的行情。**回购协议市场（或简称回购市场）有可能会失衡**，而由于这种不平衡，**回购利率可能会突然飙升**。回购市场是美国金融体系的润滑剂，它帮助需要现金的借款人从现金过剩的贷款人手上获得资金。由于企业需要在美债拍卖结算的同一天缴纳所得税导致借款人和贷款人严重失衡，9月中旬隔夜回购交易利率一度从2%飙升至10%。
- 经历9月的回购市场混乱之后，美联储采取措施防止年底前回购利率再次飙升**。从历史上看，年底是回购交易最为繁忙之时。美联储开始回购600亿美元的短期国债，并一直持续到12月中旬，从而向金融体系补充银行准备金。此外，美联储还向银行开放了隔夜和定期回购工具，提供较长期流动性。在9月飙升之前，回购交易只在市场参与者之间进行；但现在，必要时银行可以利用美联储的回购工具获得所需的流动性。虽说我们认为这未必会是回购市场问题的长久之计，我们认为定期回购提供了**临时解决方**

数据的季节性因素历来导致12月首次申请失业救济人数激增



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2019年12月12日

案，至少应该能在年底前减少回购利率的任何潜在波动和意外后果。

- 12月7日当周**初请失业金人数意外上升**，较上周增加4.9万人，达25.2万人，处于两年来的高位。市场普遍预测初请失业金人数将小幅升至21.4万人，但如图表所示，由于零售商和假日购物季等季节性因素，历史上12月初请失业金数据非常不稳定。**初请失业金数据是我们密切关注的经济衰退指标之一，但一周时间并不能代表一种**。该指标进一步恶化才会转而进入警戒区。总体而言，**美国劳务市场依然强劲**，而合格劳动力短缺使得雇主不愿解雇工人，表明当前经济仍有扩张空间。



加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Christopher Girdler(CFA) – 多伦多

- 自上周加拿大央行维持政策利率不变以来，**一系列数据均令人失望**。11月劳务市场报告显示就业岗位减少7.12万个，失业率上升0.4个百分点，达到5.9%。关键在于相关背景，今年加拿大经济创造了超过28.5万个新职位，当前工资涨幅也超过4%，该指数却明显不及预期。**三季度该经济体的产能利用率略低于市场预期，处于81.7%的水平，表明当前经济尚未开足马力**。鉴于收益率曲线体现的降息次数不到一次，且明年加拿大经济仍面临各种风险，我们认为投资者仍有买入部分折价中短期债券的好机会。
- 2019年股市和企业债券反弹期间优先股继续无动于衷**，因为投资者仍担心债券收益率下降对大市的影响。**鉴于当前优先股提供的补偿，我们仍看好优先股**。许多优先股的收益率都超过6%，未来四到五年将保持不变，这意味着相比这些公司发行的较长期企业债券的收益率高出约300至350个基点。
- 加拿大各大银行公布了四季度盈利**，但由于资本市场疲弱、信贷拨备增加、保证金压力和一次性重组费用等因素，**业绩普遍不及普遍预期**。净息差成为争论焦点并不令

人意外，因为 2019 年美联储将隔夜利率下调了 75 个基点，加拿大央行的政策却保持不变。总体而言，由于宏观环境和商业周期老化带来的挑战，相对于标普 / 多伦多综指，**我们仍略微看淡加拿大银行股**。平均而言，加拿大银行股市市盈率仍低于 11.5 倍的历史水平，年初迄今一直落后于标普 / 多伦多综指。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 截至发稿时，英国选民正在选举他们的新首相。虽然民调结果差距缩小，但仍显示保守党将获得多数席位。我们认为这将对市场最有利的结果，尽管考虑到许多因素已经在价格中得到体现，**股市和英镑也许只会出现小幅反弹**。在这种情况下，我们预计约翰逊 (Boris Johnson) 的脱欧协议将很快成为法律。人们的注意力很快就会转向保守党能否在脱欧协议设定的最后期限 2020 年 12 月之前与欧盟达成自由贸易协定。我们认为只有当自由贸易协定的范围非常有限、且英国承诺与欧盟建立监管层面的竞争环境时才有可能实现——而保守党政府很可能会抵制这一点。
- 否则，**如果保守党以几票之差未能获得多数席位**，我们认为他们唯一的选择是求助于其前盟友北爱尔兰民主统一党 (DUP)。作为对其支持的交换，DUP 可能会要求在与欧盟的监管协调方面发出更强有力的声音。
- 最后，**如果除了保守党和 DUP 以外的所有政党获得议会多数席位**，我们预计工党、苏格兰民族党和自由民主党将会结成以重启英国脱欧谈判并安排二次公投为目标的联盟。这一程序可能会在法庭上受到挑战。
- 无论结果如何，不确定性仍将存在**，充其量会在短期内消失，并很可能继续给经济前景蒙上阴影。

- 企业方面，12 月 11 日全球最大的时装零售商之一 Inditex 公布三季度业绩后，其股价涨幅超过 5%。当季净收入同比增长 14%，达到 11.7 亿欧元，超出预测 2.5%。推动该股上涨的关键因素是毛利率高于预期，该公司董事长将此归因于 Inditex 利用射频识别技术增强库存管理能力，有助于最大限度地实现全价销售。



亚太区

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

- 在日本和澳大利亚的带动之下，本周亚洲市场普遍走高**。由于市场预计美国可能推迟将于本周末生效的对中国商品加征关税计划，韩国综合股价指数 (KOSPI) 和台湾加权股价指数 (TAIEX) 均创下 2019 年新高。
- 尽管香港冲突和新疆西部地区维吾尔族穆斯林问题导致局势紧张，彭博社报道称**美国和中国的贸易官员已在第一阶段贸易协议取消关税的总额方面接近达成共识**。北京方面表示将减免“部分”美国进口大豆和猪肉的关税，显示出贸易紧张局势有所缓解的最新迹象。
- 11 月中国消费价格同比上涨 4.5%，是近八年来的最快增速**。非洲猪瘟疫情给猪肉供应带来压力导致猪肉价格上涨 (同比上涨 110.2%) 成为价格飞涨的主要驱动因素。由于消费者转向其它蛋白质来源，猪肉危机还导致牛肉、羊肉和鸡蛋价格上涨。在经济增长放缓的背景下，我们认为**食品价格上涨可能导致消费者支出更为谨慎**。
- 三季度日本经济增速远超最初预期**。由于**企业投资和居民消费比最初公布的数据更为强劲**，季度环比增速修正为 1.8% (经季节调整年率)，高于 0.2% 的初值。尽管华尔街的一些经济学家预计在 10 月消费税上调后消费放缓将导致四季度受到强烈冲击，我们相信政府近期出台的财政刺激方案能够部分抵消消费和经济下行风险。



市场行情

数据截至 2019 年 12 月 12 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	3,168.57	0.9%	26.4%	17.4%	20.5%
道琼斯工业平均指数	28,132.05	0.3%	20.6%	12.4%	16.3%
纳斯达克指数	8,717.32	0.6%	31.4%	21.8%	28.9%
罗素 2000 指数	1,644.81	1.3%	22.0%	11.1%	8.4%
标普 / 多伦多综合指数	16,946.90	-0.5%	18.3%	11.6%	6.5%
富时全股指数	4,033.41	-0.8%	9.8%	6.4%	0.1%
欧洲斯托克 600 指数	407.58	0.0%	20.7%	15.0%	5.4%
欧洲斯托克 50 指数	3,706.35	0.1%	23.5%	17.7%	3.8%
恒生指数	26,994.14	2.5%	4.4%	0.7%	-6.4%
上证综指	2,915.70	1.5%	16.9%	10.0%	-11.7%
日经 225 指数	23,424.81	0.6%	17.0%	6.9%	3.5%
印度 Sensex 指数	40,581.71	-0.5%	12.5%	13.1%	23.7%
新加坡海峡时报指数	3,194.67	0.0%	4.1%	1.2%	-7.1%
巴西 Ibovespa 指数	112,199.70	3.7%	27.7%	26.0%	54.7%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	43,195.19	0.9%	3.7%	3.1%	-9.0%
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)	1,469.71	0.4%	14.6%	18.8%	16.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	16.94	-0.5%	9.3%	16.9%	5.2%
铜 (美元 / 吨)	6,127.25	4.9%	3.0%	-0.8%	-5.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	59.18	7.3%	30.3%	11.9%	2.7%
原油 (布伦特现货 / 桶)	64.33	3.0%	19.6%	4.5%	2.3%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.34	2.6%	-20.4%	-47.6%	-19.7%

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	1.897%	12.2	-78.7	-101.6	-45.4
加拿大 10 年期债券	1.670%	20.7	-29.7	-46.3	-22.5
英国 10 年期债券	0.820%	12.3	-45.7	-49.5	-43.7
德国 10 年期债券	-0.269%	9.1	-51.1	-54.6	-58.9
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%	0.1%	8.9%	10.4%	9.0%
美国投资级企业债券	2.85%	0.4%	14.6%	15.5%	12.0%
美国高收益企业债券	5.39%	0.7%	12.8%	10.1%	10.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.3020	-1.0%	1.2%	0.2%	4.2%
加元 / 美元	0.7583	0.7%	3.4%	1.3%	-3.8%
美元 / 加元	1.3189	-0.7%	-3.3%	-1.2%	3.9%
欧元 / 美元	1.1129	1.0%	-2.9%	-1.9%	-5.9%
英镑 / 美元	1.3161	1.8%	3.2%	3.4%	-2.1%
澳元 / 美元	0.6906	2.1%	-2.0%	-5.0%	-9.2%
美元 / 日元	109.3000	-0.2%	-0.4%	-3.4%	-2.9%
欧元 / 日元	121.6400	0.9%	-3.3%	-5.3%	-8.7%
欧元 / 英镑	0.8456	-0.7%	-5.9%	-5.1%	-3.9%
欧元 / 瑞郎	1.0962	-0.5%	-2.6%	-3.1%	-6.1%
美元 / 新加坡元	1.3546	-1.0%	-0.6%	-0.9%	0.6%
美元 / 人民币	6.9849	-0.7%	1.5%	1.9%	5.5%
美元 / 墨西哥比索	19.0604	-2.4%	-3.0%	-7.0%	1.5%
美元 / 巴西雷亚尔	4.0910	-3.5%	5.6%	5.8%	26.2%

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 2019 年 12 月 12 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 3.4%，表示年初至今加元兑美元上涨 3.4%。美元 / 日元为 109.30，表示 1 美元可兑换 109.30 日元。美元兑日元的回报为 -0.4%，表示年初至今美元兑日元下跌了 0.4%。

作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Bill Kuehn, CFA – 美国明尼阿波利斯
william.kuehn@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

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

Christopher Girdler, CFA – 加拿大多伦多
christopher.girdler@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在海外附属公司。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：Richard Tan 和 Christopher Girdler 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 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理理，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、ADV 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 2019 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 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。