

# 全球 透视

## 周刊

## 步调轻快

Kelly Bogdanov – 旧金山

全球股指在冠状病毒恐慌导致下跌后大幅回升，美国股市再创新高。我们探讨股市反弹的四个幕后因素，而其中之一未免令人不安。

自从新型冠状病毒 (2019-nCoV) 疫情变得严峻以来，股市持续迅猛上涨，尤其是美国标普 500 指数由近期低点飙升 3.7%，创下历史新高。其它市场也同样出现反弹，尽管亚洲市场回升滞后情有可原。

为何如此乐观？市场反弹有下述四个原因。不过第三个原因值得认真思考。

### (1) 冠状病毒恐慌减轻

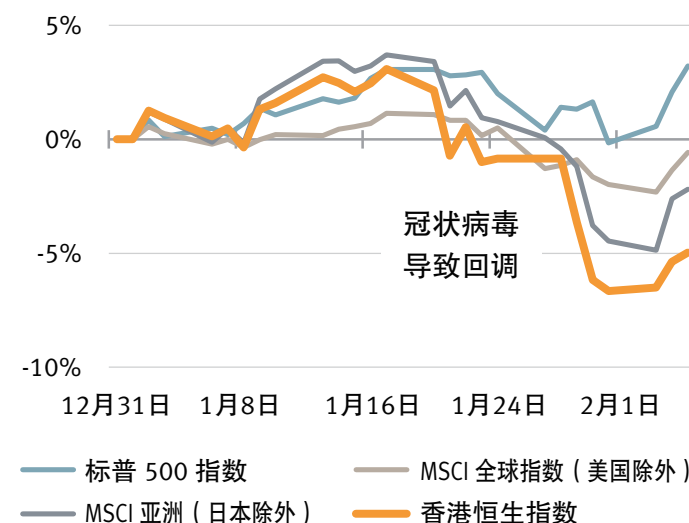
迄今为止，市场似乎都是通过官方的冠状病毒数据寻找线索。根据中国和美国政府以及全球卫生组织的数据，尽管自上周以来感染人数激增近 250%，最近每天新增病例的增幅有所放缓。新增感染病例基本控制在中国境内，并主要集中在武汉和湖北省周边。公布的死亡率仍然很低，而且在研究疗法和疫苗方面也取得了进展。

### (2) 经济有望安然应对疫情

我们认为机构投资者普遍认同冠状病毒很可能会削弱中国经济增长，并抑制全球经济增长。加拿大皇家银行环球资产管理的首席经济学家 Eric Lascelles 写道：“作为中国的第七大城市以及由于其全国交通枢纽的地位，同时还有着庞大的国际制造业，疫情中心武汉对中国经济有着相当大的影响。”

### 冠状病毒令亚洲市场愈加举步维艰

部分股指年初迄今涨跌幅 (%)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 2 月 5 日

### 市场脉搏

- 3 美国经济数据趋势转向正面
- 3 加拿大 GDP 数据不影响加拿大央行政策
- 4 欧元区经济已经触底?
- 4 中国将削减针对美国商品的关税

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 2 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 2 月 6 日 16:27；传播：美国东部时间 2020 年 2 月 6 日 16:56



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。

但只要疫情得到控制，我们认为股市将倾向于认同我们认为经济影响可控的观点，中国政府也似乎决心为经济提供支撑。中国刚刚向银行系统注入了 1.7 万亿人民币，官方已经表示愿意动用其它手段。

在当前阶段，Lascelles 预计一季度中国 GDP 增速将由正常情况下的 6% 减半降至 3%，不过如果疫情像过去其它疫情那样消退，他预计二季度的增长将“异常迅猛”。

最终 Lascelles 将其对 2020 年中国 GDP 增速的预测从 5.9% 下调至 5.6%。他指出，“这与死亡率关系不大，而更多地与旷工、企业暂时停工、供应链问题和信心效应相关。”

虽然美国和欧洲可能会遭遇与冠状病毒相关的不利因素，特别是与中国贸易往来更为密切的欧洲，我们认为这也是短暂的。近期美国和欧洲的经济趋势有所改善。1 月备受关注的美国供应管理协会 (ISM) 制造业采购经理人指数 (PMI) 意外回升至扩张区间，由 47.2 升至 50.9，制造业分项指标也表现强劲。

### (3) 美国错失恐惧症

我们认为“担心错失机会” (FOMO, 错失恐惧症) 在股市表现中扮演着更为重要的角色。这是一种最为令人不安的市场催化剂。

数据和坊间证据显示某些机构投资者正在跟踪动量 (chasing momentum)，尤其是最近几周和几个月一直跑赢大盘的美国科技和通讯服务板块的某些细分市场。越来越多投资者涌入似乎放大了这些板块的涨幅，并导致美国市场领涨股票范围变窄。

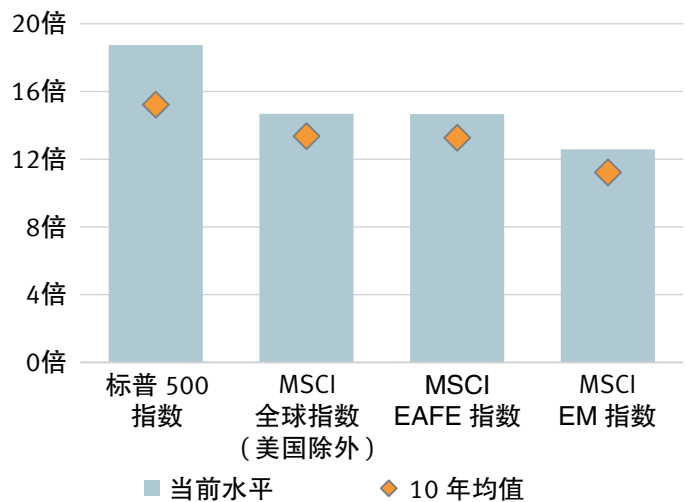
我们认为，健康的反弹最终应该受到各种不同领涨板块和行业的多数股票、而不只是一小部分股票的推动。

加拿大皇家银行资本市场有限公司的技术策略师 Bob Dickey 表示有理由保持谨慎。他写道，“在过去，市场上某些大型成长股导致波动性加大和出现大行情往往是市场见顶的迹象，当前市场环境让我们想起过去某些股票波动从基本面的角度来看毫无道理的时期。”

他认为短期内美国市场可能会出现回落。他写道：“我们认为近期反弹并不意味着各大股指开启新一轮上涨，而是一种通常在拐点出现的较为典型的高波动性模式。我们预计这种波动性上升还将持续数周时间，并导致未来两个月道琼斯工

### 与其它主要股指相比，美国股市估值高于其长期均值

基于普遍预测的 12 个月远期市盈率



注：EAFE = 欧洲、澳大利亚和远东市场

EM = 新兴市场

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 2 月 5 日

业平均指数 (DJIA) 和标普 500 指数分别回落至约 27000 和 3000 点的支撑位。”

### (4) 盈利趋势“足够好”

近期股市反弹还由于四季度盈利和营收趋势与预期基本一致，并出现了一些亮点。财报季结束时，美国盈利增速有望处于正值区间。

此外，许多发达市场远期盈利预测已经减缓下调速度或企稳。比如说，去年 12 月底以来对标普 500 指数成份股公司盈利的普遍预测仅下调了 1 美元至每股 176 美元。

### 盯紧目标

虽然股票市场由于这四个因素出现反弹，随着冠状病毒对经济的影响进一步明朗化以及市场进一步消化这些影响，不排除会出现额外波动。美国动量股票出现任何波动也可能会影响美国大市和全球股市。

对于长线投资者而言，只要我们的多数美国经济衰退指标仍显示经济将持续扩张，且全球经济不会受到冠状病毒或其它外部因素的严重威胁，我们仍对投资组合中的总体股票敞口维持基准水平感到安心。不过，我们还是建议投资者仔细检查自己的股票配置。如果已经超出目标水平，我们认为现在就是将其削减到正常水平的好时机。



## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 本周迄今**美国股市已基本摆脱1月底时的颓势**，三大股指均创下历史新高。周涨幅逼近5%的纳斯达克指数和罗素2000指数领涨，标普500指数和道琼斯工业平均指数的涨幅也高于3%。**价值股和成长股每天交替领涨**，不过本周二者涨幅相近，而通常被视为恐慌指数的VIX指数已由1月31日的盘中高点19.99降至15下方。由于科技、原材料、医疗保健和工业板块四个领涨板块，因此**周领涨板块可以形容为亲增长和亲周期**。
- 财报季继续推进，73%市值的标普500指数成份股公司已公布业绩。目前来看，**四季度标普500指数有望实现1.6%的盈利增长和4.8%的营收增长**。与12月31日预测的-0.3%和4.1%相比，这些增长指标令人满意，也凸显了本财报季迄今为止总体上令人意外的因素。具体而言，非必需消费品、信息技术和通信服务行业的业绩是最大的**意外因素**，这些行业的总体增幅比预期增幅超出8%。另一方面，工业部门(-3.1%)是唯一意外出现下滑的部门，而令人意外的是公用事业和房地产行业的增幅也不到1%。
- 上周公布的经济数据疲弱，尤其是芝加哥联储公布的地区采购经理人指数(PMI)和成屋待完成销售数据，本周情况出现逆转。**ISM所有PMI指标均达到扩张水平**，高于预期，其中制造业指数和非制造业指数分别为50.9和55.5。普遍预测则为48.5和55.1。最后，ADP就业数据显示**月增29.1万个就业岗位**。尽管未来几个月可能会对这些初步数据作出修正，这是自2015年5月增加29.5万个就业岗位以来的最佳月度数据。



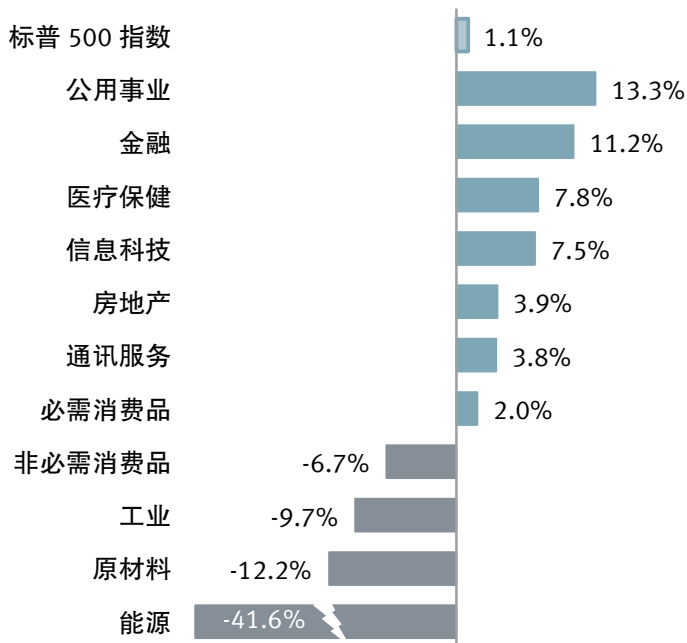
## 加拿大

Meika McKelvey – 多伦多

- 由于加拿大央行强调近期加拿大增长放缓是其在1月会议上基调较为谨慎的主要因素之一，上周五公布的**11月GDP数据成为焦点**。**环比小幅增长0.1%超出预期的持平**，

## 标普500指数各板块盈利增速

2019年四季度，同比



注：能源数据被截断

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Refinitiv I/B/E/S；数据截至2020年2月6日

当月**产品和服务均小幅增长0.1%**。不过，整体增幅主要受到全国多地天气变冷推动公用事业增长的影响。报告中的某些细化指标略显乏力，并揭示了未来数月可能出现的某些积极和消极因素。最后，**11月的数据不会改变四季度增长基本持平的前景(+0.3%)**，也不大可能改变加拿大央行放宽政策的潜在必要性。

- 另一个强劲却不那么令人鼓舞的是**12月加拿大贸易逆差数据**。由于主要管道修复后使得当月原油运输大增，能源出口带动整体经济改善，**公布的数据为3.7亿加元，略低于预期**。12月非能源出口基本未能实现增长，尽管加拿大国家铁路公司和通用汽车罢工也许压低了业绩，**基本趋势依然疲软**。进口方面，资本货物进口额(商业投资指标)下滑近3%，降至两年来的最低水平，再加上飞机/其它运输类进口(通常流入非住宅类投资)，**四季度的年化增速已经连续第三个季度下降**。总的来说，就像11月的GDP数据超出预期一样，12月贸易数据好转不太可能缓解加拿大央行对经济增长的担忧，不太可能关上潜在降息的大门。



## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **经济数据显示欧元区经济已经触底。**1月 IHS Markit 欧元区综合采购经理人指数 (PMI) 达 51.3, 略高于去年 12 月的 50.9, 并好于经济学家的预期。尽管养老金改革抗议活动导致经济活动略显疲弱, 使得**法国经济表现令人失望, 结果依然乐观。**正如 2018 年的黄背心抗议活动一样, 我们预计当前示威活动的影响将是暂时性的, 结束之后法国经济将会出现反弹。
- **但这并不等于说该地区已经走出困境。德国制造业等某些领域仍苦苦挣扎。**12 月德国新增工厂订单环比减少 2.1%, 为 2019 年第 8 个月出现下降的月份。此外, 正如欧洲央行行长拉加德 (Christine Lagarde) 在最近的一次演讲中所指出的那样, 冠状病毒使得市场信心面临新的风险。**加拿大皇家银行资本市场预计 2 月德国的经济活动数据将尤其受到此次疫情的影响,**因为德国是一个出口大国, 汽车市场对其经济的重要性不言而喻。最近中国汽车行业管理部门预测, 冠状病毒可能会使得 2020 年中国汽车销量减少 2%-5%, 在最糟糕的情况下可能会减少 10%。10 年期德国国债收益率由 1 月中旬的高点 -0.15% 跌至 -0.44% 的低点。
- 另一方面, 由于企业对保守党多数政府感到信任, **英国经济出现反弹,**1 月综合 PMI 处于 53.3 的健康水平, 高于上个月。但人们的注意力应该很快就会转向与**欧盟的贸易谈判。**英国首相约翰逊 (Boris Johnson) 选择在监管方面与欧盟分道扬镳, 这样看来**只能达成最基本的自由贸易协定。**这种态度将对英国经济产生破坏性的影响, 不过政府增加支出应该有助于英国经济应对任何干扰。



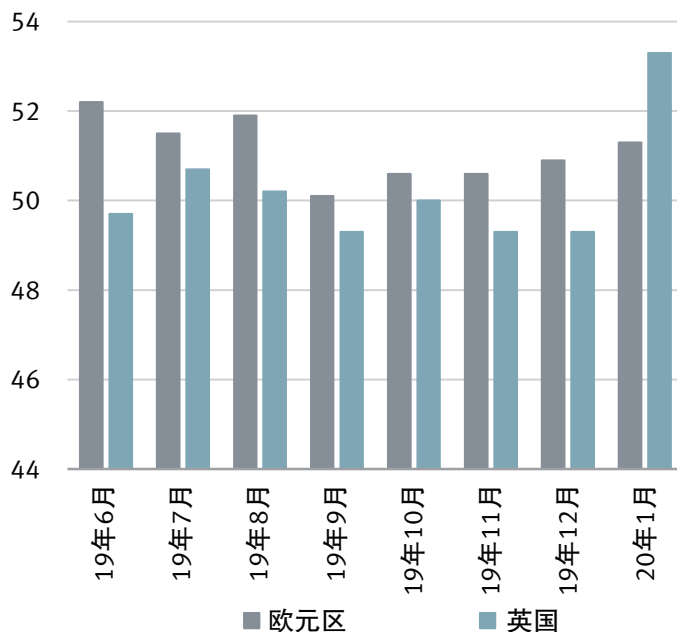
## 亚太区

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

- **在 2 月 3 日暴跌 8% 之后,** 接下来的几天里**中国 A 股市场强劲反弹。**中国政府采取了多项措施支撑市场, 其中包括: 2 月 3-4 日中国人民银行向银行系统注入 1.7 万亿

## 欧洲经济数据企稳

Markit 综合采购经理人指数



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 数据截至 2020 年 1 月 31 日

- 元人民币的流动性; 2 月 3 日起暂停融券卖出, 直至另行通知; 本周禁止券商和保险公司的自营交易员成为股票净卖家。**为了维持经济稳定, 我们认为政府将不得不进一步放宽货币和财政政策。**其它可能的措施还包括下调法定准备金比率和增加财政支出 (增加赤字)。
- 关税方面的利好消息也提振了市场人气。2 月 6 日**中国宣布**将在美国对中国产品下调关税的同时, 从北京时间 2 月 14 日下午 1 点零 1 分起**对约 750 亿美元的美国进口商品加征的关税减半。**中国将下调从 2019 年 9 月开始实施的对美商品关税, 部分税率由 10% 降至 5%, 其余的则由 5% 降至 2.5%。
- **香港于 2 月 3 日关闭了与中国内地之间的更多边境口岸。**从 2 月 8 日起, 所有内地入境人士均需强制隔离 14 天。**由于当地抗议活动导致 11 个月来持续下滑的零售销售额很也许会再次遭受打击。**抗议活动造成 2019 年 12 月香港零售额同比大幅下滑 19.4%。2019 年零售总额同比下滑 11.1%, 总量则减少了 12.3%。我们对 2020 年一季度的零售前景仍持谨慎态度。



## 市场行情

数据截至 2020 年 2 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	3,345.78	3.7%	3.6%	22.5%	24.1%
道琼斯工业平均指数	29,379.77	4.0%	2.9%	15.7%	17.9%
纳斯达克指数	9,572.15	4.6%	6.7%	29.8%	34.5%
罗素 2000 指数	1,677.46	3.9%	0.5%	10.5%	11.3%
标普 / 多伦多综合指数	17,757.49	2.5%	4.1%	13.0%	15.6%
富时全股指数	4,170.89	2.8%	-0.6%	6.2%	6.3%
欧洲斯托克 600 指数	425.49	3.6%	2.3%	16.4%	14.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,805.52	4.5%	1.6%	18.5%	12.1%
恒生指数	27,493.70	4.5%	-2.5%	-1.8%	-10.1%
上证综指	2,866.51	-3.7%	-6.0%	9.5%	-15.0%
日经 225 指数	23,873.59	0.9%	0.9%	14.4%	10.5%
印度 Sensex 指数	41,306.03	1.4%	0.1%	11.7%	20.8%
新加坡海峡时报指数	3,231.55	2.5%	0.3%	1.5%	-5.1%
巴西 Ibovespa 指数	115,190.00	1.3%	-0.4%	21.7%	37.3%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	44,493.15	0.9%	2.2%	1.5%	-9.8%
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)	1,566.83	-1.4%	3.3%	19.9%	18.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.82	-1.2%	-0.2%	13.7%	7.1%
铜 (美元 / 吨)	5,703.50	2.7%	-7.2%	-8.9%	-18.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	50.95	-1.2%	-16.6%	-5.7%	-19.6%
原油 (布伦特现货 / 桶)	55.11	-5.2%	-16.5%	-12.1%	-17.6%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.87	1.2%	-14.8%	-29.9%	-32.4%

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	1.642%	13.5	-27.5	-105.2	-115.9
加拿大 10 年期债券	1.369%	9.6	-33.3	-55.6	-99.6
英国 10 年期债券	0.582%	5.8	-24.0	-63.4	-93.9
德国 10 年期债券	-0.370%	6.4	-18.5	-53.2	-106.2
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	2.12%	-0.5%	1.4%	9.3%	11.9%
美国投资级企业债券	2.66%	-0.5%	1.8%	13.8%	15.4%
美国高收益企业债券	5.32%	0.5%	0.5%	9.1%	12.9%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	98.4680	1.1%	2.2%	2.2%	9.9%
加元 / 美元	0.7526	-0.4%	-2.2%	-0.6%	-6.0%
美元 / 加元	1.3287	0.4%	2.3%	0.6%	6.4%
欧元 / 美元	1.0980	-1.0%	-2.1%	-3.4%	-11.3%
英镑 / 美元	1.2926	-2.1%	-2.5%	0.0%	-7.3%
澳元 / 美元	0.6728	0.5%	-4.2%	-5.3%	-14.9%
美元 / 日元	109.9700	1.5%	1.3%	0.0%	0.4%
欧元 / 日元	120.7500	0.5%	-0.8%	-3.4%	-11.0%
欧元 / 英镑	0.8495	1.1%	0.4%	-3.3%	-4.3%
欧元 / 瑞郎	1.0703	0.1%	-1.4%	-6.0%	-7.6%
美元 / 新加坡元	1.3857	1.5%	3.0%	2.2%	5.1%
美元 / 人民币	6.9707	0.9%	0.1%	3.4%	10.8%
美元 / 墨西哥比索	18.6602	-1.0%	-1.4%	-2.4%	0.3%
美元 / 巴西雷亚尔	4.2825	0.0%	6.4%	15.7%	32.4%

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 2 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。加元兑美元回报为 -2.2%，表示年初至今加元兑美元下跌 2.2%。美元 / 日元为 109.97，表示 1 美元可兑换 109.97 日元。美元兑日元回报为 1.3%，表示年初至今美元兑日元汇率上涨 1.3%。

## 作者

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

Meika McKelvey – 加拿大多伦多

meika.mckelvey@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 2019 年 12 月 31 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]	765	51.97	225	29.41
持有[与板块持平]	625	42.46	127	20.32
卖出[跑输板块]	82	5.57	5	6.10

## 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成员

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。**