

全球 透视

周刊

够好就好

Frédérique Carrier – 伦敦

当前财报季并未点燃世界的热情，冠状病毒导致的不确定性阴云短期内不太可能会消散。仔细分析某些线索之后，我们认为今年股市有望小幅上涨。

四季度业绩综述

美国和欧洲的四季度企业财报季均未见起色。迄今为止约有 82% 的标普 500 指数成份股公司已公布业绩，而欧元区斯托克 600 指数成份股公司当中已公布业绩的公司约占一半。

两大股指多数公司公布的业绩均好于预期。在迄今为止已公布业绩的公司当中，71% 的标普 500 指数成份股公司超出普遍预期，欧洲斯托克 600 指数超预期比例则为 60% 左右。美国超预期比例略低于通常水平，在欧洲，这个比例略高于平均水平。这两个地区的盈利均同比增长 3%。对于欧元区来说，这是过去五个季度以来的最高水平。

在美国，公用事业部门的盈利增长最为强劲，能源和原材料行业则严重萎缩。科技和医疗保健行业由于意外的健康因素和盈利增速脱颖而出。

日本的财报季令人失望，90% 的东证股价指数成份股公司已公布业绩，只有不到一半的公司盈利超出预期。此外，盈利同比下滑了 5%。考虑到四季度日本 GDP 收缩 1.6%，这也许并不令人意外。

美国和欧元区未见起色，日本业绩令人失望

	标普 500 指数	欧洲 斯托克 600 指数	东证 指数
销售增长（同比）	5%	4%	-4%
销售额超预期的公司	65%	59%	35%
销售额惊喜率	1%	0%	-7%
每股收益增长（同比）	3%	3%	-5%
每股收益超预期的公司	71%	60%	49%
每股收益与预期不符的比例	5%	5%	-5%

资料来源：Refinitiv I/B/E/S、彭博社

市场脉搏

- 3 美国经济数据描绘乐观前景
- 3 封锁致加拿大东部铁路服务中断
- 4 英国或大幅修订财政规则
- 4 中国商业活动开始恢复正常

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 2 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 2 月 20 日 15:53；传播：美国东部时间 2020 年 2 月 20 日 17:00



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。

值得注意的是，日本的非必需消费品行业表现惨淡，60%的公司业绩令人失望，盈利大幅缩水21%。我们认为，表现如此糟糕的原因可能是在10月消费税上调生效之前，消费者在三季度提前购物。去年10月台风海贝思(Hagibis)横扫该国并造成毁灭性打击，这也许使得该行业更加痛苦不堪。

我们预计此类一次性效应的影响将终将减弱，整体业绩将跟随全球经济增长背景改善。如果日元走弱，这个出口国的盈利环境也有望受益。

通过指引寻找线索

跟过去的业绩相比，管理层指引在衡量公司未来前景方面显得尤为重要。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股票策略主管Lori Calvasina仔细研究了美国企业的盈利报告，从中寻找共性。她发现本财报季多数企业表明宏观经济形势依然健康，不过认为过去三个季度经济形势喜忧参半或疲弱的企业数量逐步增加。

此外，超四成公司强调削减成本。过去五个季度该比例持续上升，其中多数公司的目标是全面提高效率，少数公司特别提到利用技术提高效率或裁员。

揭开冠状病毒的面纱

冠状病毒的影响受到重点关注，因为如果不能很快得到控制，这种病毒将对2020年的盈利预测造成下行风险。企业可能受到在华销售额下滑的影响，也可能会受到供应链中断的影响，工厂停产将导致零部件供应中断。

在美国大部分公司公布四季度财报期间，多数管理团队表示现在要判断疫情对其未来业务的影响显然还为时过早。因此，相比之下冠状病毒带来的不确定性要大得多，对美中贸易冲突等过去的其它问题的预测比较容易评估，可供参考的指引也更多。

最近有些公司在它们的指引中体现了部分影响。苹果公司警告称，潜在的供应链中断可能导致该公司无法实现二季度营收指引，而中国需求疲软将给二季度销售额带来压力。该公司拒绝透露具体数字。

由于欧洲财报季通常比美国晚两到三周，欧洲企业指引也许可以提供一些线索，帮助人们了解美国企业在此次疫情中的风险敞口。

欧洲发布业绩指引的公司比例相对较低。已经公布业绩的公司对2020年的前景普遍持乐观态度，不过似乎也对冠状病毒的影响愈加警惕。提及这一点最多的公司来自工业、日用消费品和非必需消费品行业。但几乎没有公司敢于量化影响。酒品公司保乐力加(Pernod Ricard)将其盈利增长区间下调至2%-4%(此前为5%-6%)，其竞争对手人头马君度(Remy Cointreau)则由于不确定因素撤回业绩指引，奢侈品牌服装制造商巴宝莉(Burberry)亦是如此。米其林将营收目标下调近20%；不过这也许属于极端情况，因为中国汽车权威部门最近估计在最糟糕的情况下，冠状病毒可能会使得2020年中国汽车销量减少10%。

截至2019年12月初，对2020年标普500指数全年盈利的普遍预测已由每股178美元下调至176美元。下调1%跟通常在每年这个时候前景逐步明朗化之后的情况一致，表明尚未考虑冠状病毒产生的任何影响。

展望未来

尽管业绩报告乏善可陈，美国和欧洲的情况已经“足够好”，日本投资者则可能会无视四季度企业受到上调消费税和台风等一次性因素的冲击。尽管冠状病毒很可能会再度引发波动，我们预计今年的盈利增长仍将足以支撑股市小幅上涨。我们强调警惕的重要性，但任何此类波动也可能在某个时点为投资者提供更佳的中国股市入市机会。



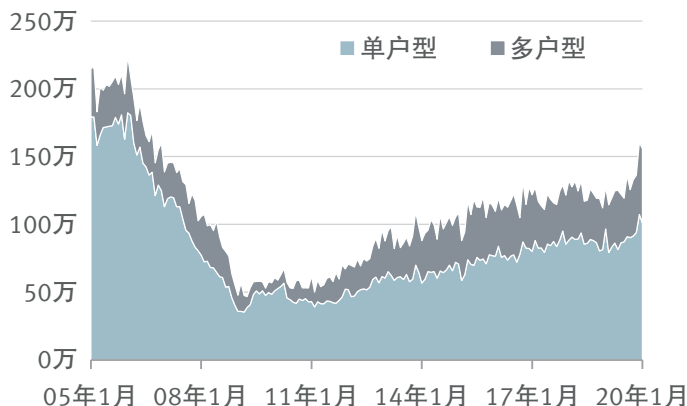
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **本周公布的美国经济数据乐观。**2月**纽约州制造业指数**升至12，超出普遍预测的5。类似地，2月**费城联储制造业指数**升至37，达到3年来的最高水平，较1月的17大幅上升。这两个指标都表明2019年美国制造业放缓已经成为过去。
- 30年期按揭贷款利率降至约3.4%的接近纪录低点水平，助推**美国房地产市场活动出现提速迹象**。2020年1月新屋开工总数达157万户，同比增长22%，远高于普遍预测的143万户。这些项目约有65%为单户型住宅。**虽然该数据对住宅建筑商的股票来说显然属于利好，木制品公司也从中受益**，因为单户型新屋的用量通常达到多户型新屋的三倍。
- **不过，一些在全球开展业务的美国公司对此持谨慎态度。**汽车零部件生产商**Aptiv plc**警告称，分析师对该公司当前财季预期过高，理由是冠状病毒导致中国公司停产。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国汽车及零部件分析师Joseph Spak指出，**预计部分中国工厂要到下个月才会开工**，而这甚至可能会给在中国境外运作的全球供应链带来问题。对于汽车行业的公司，他写道，“我们认为当

新建房屋累增，仍低于衰退前水平

美国房屋开工数（季节调整年率）



资料来源：美国人口普查局、FactSet、加拿大皇家银行财富管理；月度数据截至2020年1月

前所有的指引（和）普遍预测都站不住脚。”他认为虽然冠状病毒的影响也许是短暂的，但形势不明朗意味着投资者不太可能在这个时候加大汽车行业的风险敞口。

- **T-Mobile 美国公司和 Sprint 公司期待已久的合并案似乎扫清了最后的障碍**，纽约的法官已经驳回了美国几个州试图阻止这桩交易的诉讼。T-mobile 的主要股东**德国电信**的主管 Tim Hoettges 指出，“新”T-mobile 的当前市值约为1200亿美元，**AT&T**为2740亿美元，**Verizon**则为2420亿美元，并表示这些估值将会萎缩，因为三大美国无线运营商用户数量将会不相上下，均在1.4-1.5亿之间。



加拿大

Arete Zafiriou 和 Sayada Nabi – 多伦多

- 2月18日，财政部宣布将对**受保按揭贷款 (insured mortgage) 压力测试**作出调整。当前压力测试基于大型银行公布的按揭贷款利率。不过2020年4月6日**基准利率将会修订**为5年期固定保险按揭贷款利率中值加2.0%。因此，**居民资格利率可能会由当前的5.19%降低约30个基点**。此次调整是为了使最低资格利率更加准确反映持续变化的市场状况，因为公布的利率不像按揭市场的变化那么敏感。现阶段这项调整仅适用于受保按揭贷款，不过加拿大金融机构监督办公室正在讨论对非受保按揭贷款作出类似的调整。
- **铁路中断再次成为加拿大的滚动新闻**，为了应对2月6日开始封锁某些铁路线的抗议和封锁，一家大型运营商关闭了加拿大东部的铁路服务。**争论中的话题是位于不列颠哥伦比亚省北部价值66亿加元的沿海天然气管道**。尽管这条管道沿线开发得到民选第一民族领导人的支持，却遭到代表Wet'suwet'en第一民族世袭首领的抵制。认同Wet'suwet'en立场的抗议活动导致安大略省贝尔维尔的铁路遭到封锁。随着抗议活动进入到第二周，**加拿大国家铁路公司**关闭了其东部铁路网。11月持续一周的加拿大国家铁路公司罢工导致11月铁路运输GDP下降了4%，加拿大皇家银行经济研究部认为本月历史将会重演。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **新任财政大臣苏纳克 (Rishi Sunak) 证实将在 3 月 11 日提交他的首份预算**，这一天也是他前任贾维德 (Sajid Javid) 预定的日期。这使得他只有不到三周的时间来制定计划。
- **多数观察家推测他的上任预示着财政政策将更加慷慨。** 毕竟，贾维德辞职的原因是他拒绝了首相办公室对财政政策加大控制力度的企图。
- 我们**曾经指出**英国已经实行了扩张性财政政策。加拿大皇家银行资本市场估计，**过去 6 个月公布的支出意味着 2020-21 财年将增加 400 亿英镑的额外借款。**
- 贾维德恪守财政自律，曾承诺在三年内实现预算平衡，并将公共部门净投资限制在 GDP 的 3% 以内。遵循这些规则使得新首相的回旋余地极其有限。事实上，**实现预算平衡需要使出增加税收和 / 或削减开支的组合拳**，而这不是一个面临重大转型的经济体所需要的。
- **财政规则很可能面临重大修订。** 政府已经批准完成耗资 1000 亿英镑、连接伦敦和英格兰中北部的 HS2 高铁项目，并批准支出 50 亿英镑用于公共汽车和自行车基础设施建设，表现出对基建支出的偏好。
- 与此同时，**与欧盟的贸易谈判即将开始。** 政府拒绝为获得市场准入就必须遵守欧盟规则的要求，并且似乎甘于接受这样做将会导致的折衷结果，即关税、配额和海关检查。它的态度似乎是尽管最好能与欧盟达成自由贸易协议，不过恢复遵循不利世贸组织条款也可以接受。现阶段**我们估计无贸易协议脱欧的概率为 25%**，但如果软化立场，则存在上升的可能性。



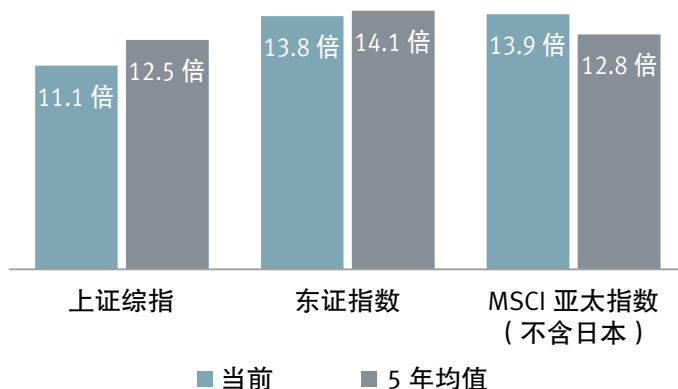
亚太区

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

- 由于新增病毒感染病例逐步减少，投资者也相信政府将确保市场流动性充足，**中国内地和香港的市场人气持续改善。**

中国市场人气改善的同时估值合理

远期市盈率 (未来 12 个月每股收益)



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 19 日

- **中国将一年期贷款市场报价利率 (LPR) 由当前的 4.15% 下调至 4.05%**，五年期利率则由 4.80% 下调至 4.75%。LPR 被视为中国事实上的基准融资成本。由于冠状病毒疫情冲击中小企业，公司临时歇业导致它们面临严重的现金短缺，**下调 LPR 将有助于支撑实体经济。**
- **中国地方政府已经开始放松对人员流动和交通的限制。** 多个沿海城市宣布企业复工前不再需要事先获得批准。政府表示广东、上海和苏州约 50% 的大公司已经恢复生产。为了刺激消费，广东省佛山市出台了**针对汽车市场的刺激措施**，成为疫情时期中国首开先河的城市。
- 在歇业两周之后，**今天澳门赌场恢复营业。** 不过为了确保人与人之间有足够的距离，**只允许开放一半的赌桌。** 银河娱乐 (27 HK)、金沙中国 (1928 HK)、永利澳门 (1128 HK) 和米高梅中国 (2282 HK) 均表示将分阶段恢复营业。根据政府的规定，30 天后所有赌场必须全面开放。
- 中国电商巨头**阿里巴巴公布的 2020 财年三季度业绩好于预期。** 营收总额达 1615 亿元人民币，同比增长 38%。按非美国通用会计准则 (GAAP) 计算的息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 为 507 亿元，同比增长 39%。该公司的核心业务增长稳健，同比增长 38%。但由于供应链和物流中断，阿里巴巴预计**2020 财年四季度将受到冠状病毒的巨大影响。**



市场行情

数据截至 2020 年 2 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	3,373.23	4.6%	4.4%	22.5%	26.7%
道琼斯工业平均指数	29,219.98	3.4%	2.4%	14.4%	18.6%
纳斯达克指数	9,750.97	6.6%	8.7%	31.4%	39.0%
罗素 2000 指数	1,696.07	5.1%	1.7%	9.9%	13.5%
标普 / 多伦多综合指数	17,944.06	3.6%	5.2%	14.8%	17.9%
富时全股指数	4,150.19	2.3%	-1.1%	5.5%	5.3%
欧洲斯托克 600 指数	430.19	4.7%	3.5%	17.9%	16.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,822.98	5.0%	2.1%	19.4%	14.4%
恒生指数	27,609.16	4.9%	-2.1%	-3.1%	-7.5%
上证综指	3,030.15	1.8%	-0.7%	11.4%	-4.9%
日经 225 指数	23,479.15	-0.8%	-0.8%	11.0%	10.5%
印度 Sensex 指数	41,170.12	1.1%	-0.2%	14.3%	20.0%
新加坡海峡时报指数	3,198.68	1.4%	-0.7%	-1.4%	-6.3%
巴西 Ibovespa 指数	114,586.20	0.7%	-0.9%	19.6%	41.6%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	44,774.54	1.5%	2.8%	5.9%	-6.6%
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)	1,619.28	1.9%	6.7%	24.0%	21.8%
白银 (现货美元 / 盎司)	18.36	1.8%	2.9%	17.9%	10.7%
铜 (美元 / 吨)	5,745.75	3.5%	-6.6%	-6.2%	-17.3%
原油 (WTI 现货 / 桶)	53.78	4.3%	-11.9%	-0.2%	-9.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	59.24	1.9%	-10.2%	-6.9%	-5.5%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.92	4.1%	-12.4%	-25.6%	-26.1%

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	1.517%	1.0	-40.1	-118.5	-131.3
加拿大 10 年期债券	1.308%	3.5	-39.4	-62.6	-101.8
英国 10 年期债券	0.576%	5.2	-24.6	-60.6	-104.2
德国 10 年期债券	-0.444%	-1.0	-25.9	-56.7	-119.4
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	2.05%	0.1%	2.0%	9.9%	13.2%
美国投资级企业债券	2.57%	0.3%	2.7%	14.8%	17.6%
美国高收益企业债券	5.09%	1.2%	1.2%	10.0%	14.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.8900	2.6%	3.6%	2.8%	11.4%
加元 / 美元	0.7541	-0.2%	-2.0%	-0.1%	-5.0%
美元 / 加元	1.3260	0.2%	2.1%	0.0%	5.3%
欧元 / 美元	1.0786	-2.8%	-3.8%	-4.2%	-12.7%
英镑 / 美元	1.2877	-2.5%	-2.9%	0.2%	-7.3%
澳元 / 美元	0.6615	-1.2%	-5.8%	-6.7%	-15.8%
美元 / 日元	112.1200	3.5%	3.2%	1.0%	4.0%
欧元 / 日元	120.9400	0.6%	-0.7%	-3.2%	-9.2%
欧元 / 英镑	0.8377	-0.3%	-1.0%	-4.4%	-5.8%
欧元 / 瑞郎	1.0616	-0.7%	-2.2%	-6.6%	-8.1%
美元 / 新加坡元	1.4008	2.6%	4.1%	3.0%	5.9%
美元 / 人民币	7.0238	1.6%	0.9%	3.9%	10.8%
美元 / 墨西哥比索	18.8272	-0.1%	-0.5%	-3.1%	0.9%
美元 / 巴西雷亚尔	4.3904	2.5%	8.9%	16.8%	33.0%

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 2 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。加元兑美元回报为 -2.0%，表示年初至今加元兑美元下跌 2.0%。美元 / 日元为 112.12，表示 1 美元可兑换 112.12 日元。美元兑日元回报为 3.2%，表示年初至今美元兑日元上涨 3.2%。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多

arete.zafiriou@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@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： Sayada Nabi 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 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述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。