

全球 透视

周刊

弹性之舵

Kelly Bogdanov – 旧金山

美国经济继续扩张，由于其它地区增长乏力，投资者从美国经济的韧性中找到安慰。虽然这种乐观情绪的消极面已经引起我们的注意，我们将探讨美国经济何以有望继续成为美国股市上涨的引导力量。

世界各地的投资者越来越多地将美国、而不只是长期以来如此看待的美债市场视为避风港。加拿大皇家银行资本市场认为美国经济整体上已被视为具有避险特性，而重要的是这种乐观情绪也蔓延到了股市。

虽然对冠状病毒 (COVID-19) 在中国境外蔓延的担忧有所缓解助推近期标普 500 指数创下新高，我们认为美国经济具有韧性的观念在提振市场方面发挥了更大的作用。年初迄今标普 500 指数上涨了 4.4%，而以富时环球指数(不含美国)衡量，其余市场整体下跌了 0.3%。

考虑到国内经济有望持续扩张而其它主要经济体正面临阻力，短期内这种情绪(无论是否理由充分)不太可能消散。

尽管全球经济因素或冠状病毒等暂时性因素可能会导致市场出现波动，我们认为这将有助于今年美国股市至少实现温和回报。

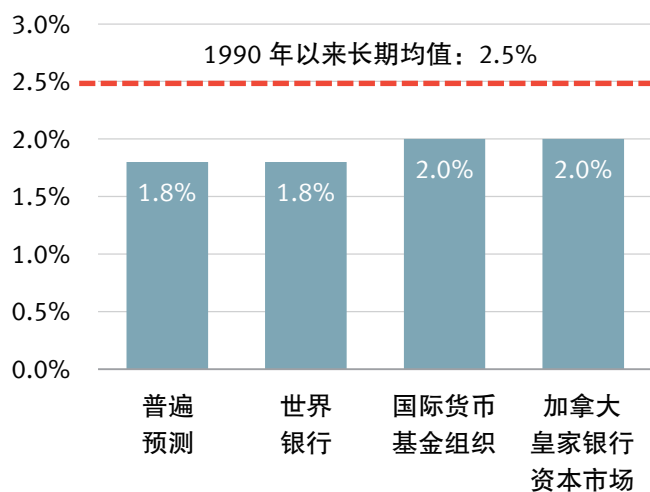
美好感受

尽管人们预计美国国内经济活动可能会落后于去年的步伐，但仍对美国持乐观态度。

加拿大皇家银行资本市场预测 2020 年的 GDP 增速为 2.0%，低于 2019 年的 2.3%，也低于 1990 年以来 2.5% 的长期均值。

经济学家预计经济增速低于平均水平

2020 年美国年度实际 GDP 增长预测 (同比 %)



资料来源：加拿大皇家银行资本市场、彭博社(普遍预测)、世界银行、国际货币基金组织

市场脉搏

- 3 美国消费者购买力下降?
- 3 冠状病毒如何影响加拿大经济
- 4 欧洲政治大杂烩
- 4 新的统计方法导致中国病毒感染病例激增

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 2 月 13 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 13 日 17:03；传播：美国东部时间 2020 年 2 月 13 日 17:20



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。

经济学家的普遍预测和世界银行的预测较为疲弱，认为今年的 GDP 增速仅为 1.8%。

不过，自从与中国签署第一阶段经贸协议以来，CEO 们对经济的信心、对资本支出的预期以及招聘意向都有所上升。此外，去年出现的部分疲弱状况有所改善，尤其是对于制造业而言。

正如图表所示，美国消费者在本轮扩张周期中不成比例地挑起了重担，我们认为 2020 年这种情况将会持续。就业和工资增长趋势依然健康。

相对而言的避难所

由于其它主要经济体面临阻力，我们认为视美国为避风港的观念在某种程度上是由于“普通社区中最好的房子”现象所致。

由于冠状病毒疫情和持续的结构挑战，预计中国经济增速将大幅放缓。考虑到迄今为止公布的病毒相关信息，加拿大皇家银行环球资产管理预测一季度中国 GDP 增速为 3.0%，而不是通常的 6.0%。它预计 2020 年全年经济增速将由此前的 5.9% 和去年的 6.1% 放缓至 5.6%。中国政府似乎致力于刺激经济，而且我们认为它也有能力这样做。

欧洲经济已经企稳，最近甚至出现了一些复苏萌芽。不过今年它可能还是会得过且过。加拿大皇家银行资本市场预计 2020 年欧元区经济增速仅为 1.0%，低于去年的 1.2%。

印度经济（比人们通常认为的更加重要）也节节败退。加拿大皇家银行环球资产管理预计 2020 年的 GDP 增速将由 2019 年的 6.1% 降至 5.5%，而 2009 年以来的平均增速为 7.2%。

太多美好感受？

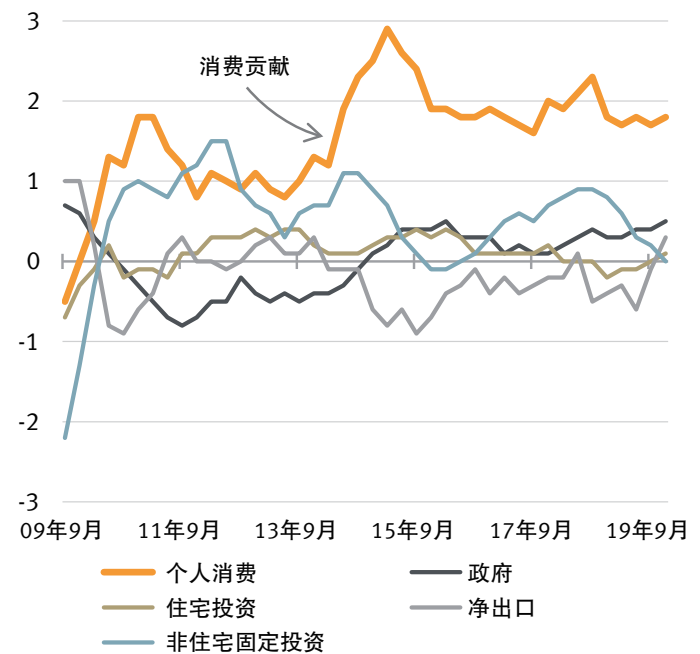
所谓的“避险”情绪也存在消极面。

尽管我们认为这已导致资金流入美国市场，而这些资金也可能已经找到了不同的投资目标，但它也导致美国股市的机构投资者高度兴奋地调整仓位。

根据加拿大皇家银行资本市场的数据库，反映机构投资者态度和头寸的重要指标处于至少 2006 年以来的最高水平。具体

消费者挑起重担

本轮扩张周期对美国实际 GDP 增长的贡献（以百分比表示）



资料来源：彭博资讯 (Bloomberg Intelligence)、经济分析局、加拿大皇家银行财富管理；季度数据截至 2019 年 12 月 31 日

而言，在资产管理公司的标普期货净多头头寸中可以看出这一点。2019 年底该指标开始上升，今年 1 月更是远高于前几年的峰值。

实际上，这意味着机构投资者的美国股票多头头寸远超正常水平。乐观情绪可能会是市场表现的反向指标。在此类情况下，如果出现坏消息，市场至少更容易出现回调。

支持系统

即使未来几个月出现回调，好消息是美国股市最终与 GDP 趋势的关联度超过许多其它主要市场。

加拿大皇家银行资本市场的一项研究发现，1990 年以来标普 500 指数的表现与 GDP 增长之间的关联度接近 60%，而欧洲市场的关联度不到 40%。

虽然经济持续增长并不能保证美国股市也会保持步调一致，我们认为它至少为 2020 年温和或平均水平的回报率奠定了基础——尽管其间会出现一些波动。



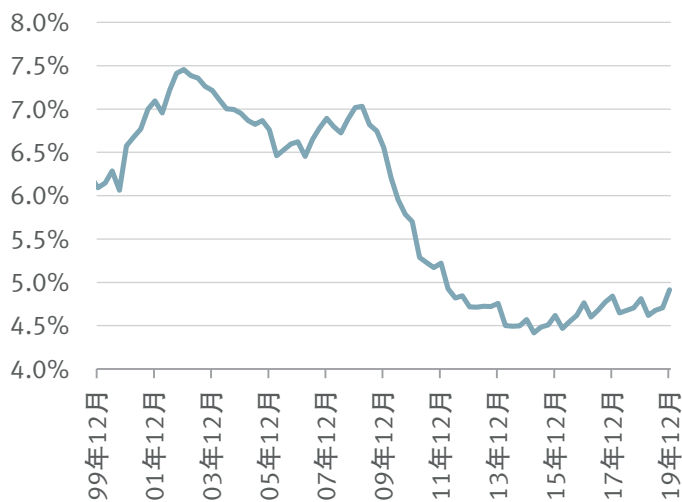
美国

Alan Robinson – 西雅图

- **本周美国股市再创新高，促使投资者审视并证实大盘股指处于历史高位的合理性。**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 在其月度深入研究中谈到了这一点。在她最近对机构投资者的调查中，她指出只有 11% 的受访者认为美国股票的估值有吸引力或非常有吸引力。
- Calvasina 指出，最近战术基金经理主要通过减少债券配置获得转投股市的资金。在我们看来，这正是**当前股票估值合理性的核心——单独来看可能显得昂贵，但相对于较低的利率水平却似乎并不昂贵。**我们认为只要利率不会大幅走高，股市就能继续产生正向回报，或许还能回到过去 6 年估值水平的高位。
- 鉴于美国消费者对经济增长的重要性，任何可能影响消费者购买力的数据都会引起我们的注意。本周纽约联储发布的信用卡债务报告就是这样一个例子。报告指出**信用卡债务总额已升至 9270 亿美元，远高于 2008 年金融危机前的峰值。**报告还指出逾期 90 天或以上的债务比例升至 5.3%，为 8 年来的最高水平。
- 不过，重要的是要把这个数字放到现实环境中考虑。尽管拖欠率确实呈上升趋势，但在此期间个人收入的增长更为强劲。因此，**信用卡债务占个人收入总额的比例不过是缓慢上升，而且仍远低于 2008 年金融危机前的水平**（参见图表）。
- 政治新闻方面，**参议员桑德斯 (Bernie Sanders) 赢得新罕布什尔州民主党初选，只是表现不及预期。**中间派候选人、印第安纳州南本德前市长 Pete Buttigieg 和参议员 Amy Klobuchar 的票数分列第二和第三，表现好于预期。这为美国股市提供了部分支撑，因为桑德斯的某些财政和监管政策吓坏了机构投资者。
- 不过，等到 3 月 3 日的“超级星期二”初选结束、多数州都参与进来之后，这场挑战美国总统特朗普的最终竞选结果才会更加明朗。

信用卡拖欠率上升，但总体债务水平依然较低

美国信用卡债务占个人收入的比例



资料来源：Haver Analytics、加拿大皇家银行经济研究部、加拿大皇家银行财富管理；季度数据截至 2019 年 12 月 31 日



加拿大

Carolyn Schroeder 和 Richard Tan (CFA) – 多伦多

- **加拿大财报季正在进行，迄今为止约有 20% 的标普 / 多伦多综指成份股公司已经公布业绩。总体上业绩符合或略好于普遍预期。**年初迄今标普多伦多综指上涨了约 4%，但市场参与者很可能将会密切关注金融和能源板块即将公布的业绩，因为这两个板块的股票加起来约占该指数的一半。随着财报季全面展开，冠状病毒疫情进一步升级的总体风险继续成为人们关注的焦点。全球确诊病例总数已超过 4 万例，远远超过 2003 年非典疫情爆发时的规模。
- **冠状病毒疫情对中国经济和经济活动的影响时间越长，就越有可能暂时蔓延到包括加拿大在内的其它国家。**目前来看，**对加拿大的经济影响似乎仅限于国际航空旅行回落，以及中国生产中断造成的工业供应链中断。**首先，我们预计中加双边旅游将会下滑，加拿大航空公司已经宣布至少在 3 月初之前暂停飞往北京和上海的所有航班，成为全球范围内越来越多削减往返中国航班的航空公司之一。其次，**对中国燃油需求的担忧压低了全球油价，**当前 WTI 交易价格在每桶 52 美元左右，而在疫情爆发前交易价格接近每桶 60 美元。虽然这种下跌应该是暂时性的，却可能会

在短期内减少加拿大石油和天然气行业的收入。目前来看，冠状病毒对加拿大经济的负面影响只会**加剧本已疲软的经济增长背景，加拿大皇家银行经济研究部认为这将促使加拿大央行在年中之前下调政策利率。**



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **最近政治动态成为欧洲新闻的主角。**德国基民盟 (CDU) 领导人、下届总理的主要竞争者 Annegret Kramp-Karrenbauer 因地方选举丑闻而辞职。基民盟内部的变化不会影响德国总理默克尔 (Angela Merkel) 领导的执政联盟。外界普遍预计执政联盟将于 2021 年 9 月结束任期。基民盟领导人主要竞争者的政策并无实质性区别，被选中的候选人很可能会在下次大选中竞选总理。
- 尽管如此，**该消息和爱尔兰选举结果令欧元承压**，欧元兑美元汇率跌至 1.0874 的 33 个月低点。**传统上与爱尔兰共和军有联系的新芬党 (Sinn Fein) 意外在议会中获得 37 个席位**，仅比拥有最多席位的政党少一个席位。新芬党将尝试与一些左翼政党组成政府，该党曾以住房和医疗保健问题为竞选主题。该党表现强劲反映了主流中间派政党的困境，这些政党似乎常常难以让选民相信它们将成功解决关键问题。面对冠状病毒疫情，美元被视为避风港也可能拖累了欧元。欧元走软将有利于出口企业。
- 主权固定收益市场要宽容得多。意大利国债与德国国债的息差收窄至 2018 年初时的水平，当时右翼民粹主义者和欧盟怀疑论者联盟党尚未进入政府。与此同时，**希腊债券与德国债券的息差恢复到 2009 年时的水平。**二者表明市场不再担心这些国家的政治风险。
- 在英国，**财政大臣贾维德 (Sajid Javid) 迫于唐宁街要求其解雇顾问团队的压力辞职**，由首相办公室任命的特别顾问接替。他成为任期最短的财政大臣。现年 39 岁的苏纳克 (Rishi Sunak) 受命接替贾维德，他曾担任过七个月的财政

部秘书长。由于市场参与者预计英国将会采取更激进的财政刺激措施，金边债券收益率上升，同时英镑走强。



亚太区

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

- 由于有消息称**最新确诊的冠状病毒感染病例增速放缓**，昨日已降至 1 月底以来的最低水平，市场人气有所改善，**本周亚洲股市普遍走高。**
- **由于中国官方修订了感染病例的统计方法**，将临床诊断确诊的病例包含在内 (使用 CT 扫描诊断患者)，**好消息很快变成了坏消息。**结果，湖北公布了 **14840 例新病例** (13332 例临床诊断)，2 月 12 日**死亡人数翻了一番还多，达到 242 例。**如果不计算临床诊断病例，**全球新增病例 1912 例，与前一天相比变化不大。**所有目光都将聚集在明天的更新数据，它将有助于确定这次数据陡增属于一次性调整，还是当前形势急剧恶化的开始。
- 随着未来几天工人重返工作岗位，**我们认为中国社交活动增加可能会导致新增感染病例再次上升。**不过我们也相信，由于公众对这种疾病的认识提高，与过去两周相比增加的**幅度可能会较小。**
- **中国政府已采取果断措施，防止病毒引发经济衰退。**最新出台的措施包括拨出 103 亿美元抗击病毒，出台减轻关键行业财务压力的最新税收指导方针，并提供专项再贷款资金 (总计 430 亿美元) 帮助重点企业应对冠状病毒的影响。
- 新加坡最大的银行**星展集团 (DBS SP)** 公布了强劲的 2019 财年业绩。管理层没有对之前的 2020 年指引作出任何改变，但表示能在夏季控制冠状病毒的情况下，预计对收入影响在 1%-2% 之间，专项准备金将小幅上调几个基点，而一般准备金也可以提供部分缓冲。**星展银行将为受病毒疫情影响的客户提供流动性救助方案。**



市场行情

数据截至 2020 年 2 月 13 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	3,373.94	4.6%	4.4%	22.6%	26.7%
道琼斯工业平均指数	29,423.31	4.1%	3.1%	15.2%	19.4%
纳斯达克指数	9,711.97	6.1%	8.2%	30.9%	38.5%
罗素 2000 指数	1,693.74	4.9%	1.5%	9.8%	13.3%
标普 / 多伦多综合指数	17,821.17	2.9%	4.4%	14.0%	17.1%
富时全股指数	4,150.02	2.3%	-1.1%	5.5%	5.3%
欧洲斯托克 600 指数	431.08	5.0%	3.7%	18.1%	16.3%
欧洲斯托克 50 指数	3,846.74	5.7%	2.7%	20.1%	15.1%
恒生指数	27,730.00	5.4%	-1.6%	-2.7%	-7.1%
上证综指	2,906.07	-2.4%	-4.7%	6.8%	-8.8%
日经 225 指数	23,827.73	0.7%	0.7%	12.7%	12.2%
印度 Sensex 指数	41,459.79	1.8%	0.5%	15.1%	20.9%
新加坡海峡时报指数	3,220.09	2.1%	-0.1%	-0.8%	-5.7%
巴西 Ibovespa 指数	115,662.40	1.7%	0.0%	20.7%	43.0%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	45,005.12	2.0%	3.4%	6.4%	-6.1%
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)	1,576.13	-0.8%	3.9%	20.7%	18.5%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.65	-2.2%	-1.2%	13.3%	6.4%
铜 (美元 / 吨)	5,747.00	3.5%	-6.5%	-6.1%	-17.2%
原油 (WTI 现货 / 桶)	51.42	-0.3%	-15.8%	-4.6%	-13.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	56.49	-2.9%	-14.4%	-11.2%	-9.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.83	-0.4%	-16.3%	-28.8%	-29.3%

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	1.619%	11.2	-29.9	-108.3	-121.0
加拿大 10 年期债券	1.394%	12.1	-30.8	-54.0	-93.2
英国 10 年期债券	0.652%	12.8	-17.0	-53.0	-96.6
德国 10 年期债券	-0.386%	4.8	-20.1	-50.9	-113.6
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	2.09%	-0.3%	1.7%	9.5%	12.8%
美国投资级企业债券	2.62%	-0.1%	2.2%	14.3%	17.1%
美国高收益企业债券	5.15%	1.0%	1.1%	9.8%	14.5%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.1000	1.8%	2.8%	2.0%	10.5%
加元 / 美元	0.7538	-0.2%	-2.1%	-0.1%	-5.1%
美元 / 加元	1.3265	0.2%	2.1%	0.1%	5.3%
欧元 / 美元	1.0840	-2.3%	-3.3%	-3.7%	-12.2%
英镑 / 美元	1.3046	-1.2%	-1.6%	1.6%	-6.1%
澳元 / 美元	0.6720	0.4%	-4.3%	-5.2%	-14.5%
美元 / 日元	109.8200	1.4%	1.1%	-1.1%	1.9%
欧元 / 日元	119.0500	-0.9%	-2.2%	-4.8%	-10.6%
欧元 / 英镑	0.8310	-1.1%	-1.8%	-5.2%	-6.5%
欧元 / 瑞郎	1.0618	-0.7%	-2.2%	-6.6%	-8.1%
美元 / 新加坡元	1.3899	1.8%	3.3%	2.2%	5.1%
美元 / 人民币	6.9770	1.0%	0.2%	3.2%	10.0%
美元 / 墨西哥比索	18.5990	-1.3%	-1.7%	-4.3%	-0.3%
美元 / 巴西雷亚尔	4.3537	1.7%	8.2%	15.8%	31.9%

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 13 日格林尼治时间晚上 9:45。

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 -2.1%，表示年初至今加元兑美元下跌 2.1%。美元 / 日元为 109.82，表示 1 美元可兑换 109.82 日元。美元兑日元回报为 1.1%，表示年初至今美元兑日元汇率上涨 1.1%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Alan Robinson – 美国西雅图

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

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多

richard.tan@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 Richard Tan 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。