

# 全球 透视

## 周刊

## QE 还是退出

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

这是投资者正在思考的问题，因为最近几个月美国股市涨势创下纪录与美联储多年来首次扩张资产负债表同时发生，令人愈加担心风险资产上涨是受到美联储而非基本面的推动。

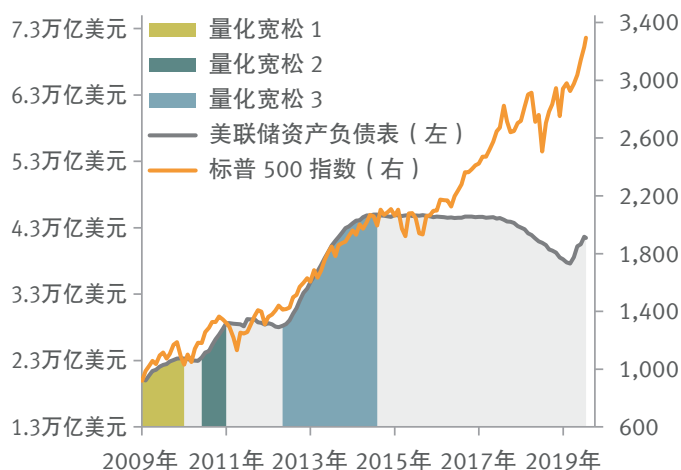
自2014年美联储停止通过购买国债和抵押支持证券资产实施第三轮量化宽松(QE)以来，美联储还是头一次再度扩张资产负债表。自去年9月以来，美联储的资产负债表增加了近4000亿美元，标普500指数则上涨近13%，期间34次创下历史高点。

人们自然会对最近这轮涨势的合理性充满了怀疑，因为它与美联储扩张资产负债表几乎完全步调一致，而争论的焦点则集中在美联储新一轮资产购买是否属于一种助推市场狂热的“量化宽松”形式。

这是后金融危机早期的一种常见情况，当时股市与美联储资产负债表和每一轮量化宽松政策高度相关(如图表所示)，股市正是由于美联储采取的行动而上涨。第二种情况是一旦美联储退出，就是离场之时。当然，正如图表所示，事实证明情况并非如此，随着经济和盈利基本面继续改善，标普500指数将继续走高。

现在就跟当时的情况一样，我们建议投资者不要在美联储的资产负债表中寻找投资线索。最近几个月美联储无疑已经采取行动为市场和经济提供支持，不过我们认为此次扩张资产负债表更多的是技术而非刺激性质，也许还有其它因素在发挥作用。

美联储资产负债表再次扩张；这是否助推了近期股市走势？



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储；数据截至2020年1月15日

### 市场脉搏

- 3 美国消费者继续承担重任，不过……
- 3 对加拿大经济前景略感乐观
- 4 英国央行引发英国外汇和固定收益市场动荡
- 4 日本脆弱的经济复苏压力减轻？

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年1月16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1月16日16:43；传播：美国东部时间2020年1月16日17:05



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。

## 错误的管道

去年秋天美联储在回购市场面临压力之际开始购买短期国债。回购市场是金融体系流动性问题的一个指标。这明显不同于以往美联储通过购买较长期证券和其它资产压低收益率的量化宽松计划。

最近扩张资产负债表不过反映了在美联储新的超额准备金制度下实施货币政策及其必要性，从而将短期利率维持在美联储 1.50% 至 1.75% 的目标区间之内。

关键在于，美联储的资产负债表可能永远都不会回到危机前低于 1 万亿美元的水平，而这已成为目前的常态。我们相信今年 6 月以前，美联储将继续通过购买国债在金融体系中建立超额准备金缓冲区，而资产负债表将继续“有机”增长，因为它总是与对货币的需求和其它因素一致，使其超过金融危机后的平衡水平。

而在本周，达拉斯联储主席卡普兰 (Robert Kaplan) 成为最新一位权衡美联储可能是风险资产上涨幕后推手这一观点的人。他表示担心近期降息、美联储维持政策利率不变的承诺以及资产负债表扩张“正在导致风险资产估值上升。我认为我们 (美联储) 应该对此保持敏感。”诚然，美联储主席鲍威尔个人认为资产负债表扩张并非增加经济刺激措施。虽然最低限度的通胀压力给予了美联储保持耐心的空间，我们预计未来几周和几个月对金融稳定的担忧将成为美联储官员更加经常谈论的话题。

## 分手太难

除了在某程度上跟美联储当前政策立场有关的美联储资产负债表之外，美债收益率没有构成威胁可能也有助于支撑包括美国股市和信贷市场在内的风险资产。尽管在全球经济增长略有改善的背景下全球负收益债券存量大幅减少，自去年 8 月以来基准美债收益率一直低于 2%，打破了一年多来与全球收益率之间的关系。

负收益债券拖低美国收益率；  
其下跌何以未带动美国收益率走高？



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社巴克莱全球综合负收益率债券指数；数据截至 2020 年 1 月 16 日

我们会更多地关注这种动态，而不是美联储资产负债表的变化。虽说美债收益率较低也许会对股市和估值有利，即使展望日益改善，美债市场比当前股市预期的经济前景似乎更为低迷。



## 美国

Bill Kuehn(CFA) – 明尼阿波利斯

- **12月零售销售数据在11月放缓之后出现回升**，销售额同比增长5.8%。由于股价创下记录、宣布与中国签署第一阶段经贸协议以及整体消费者信心提升，12月零售销售额在至关重要的假日购物季表现强劲也就不足为奇了。而由于消费者仍是美国经济增长的支柱，**12月支出加速增长是个可喜的迹象**；但在整体零售数据回落时，前景就不那么乐观了。
- 按年度对比很容易就能看出，2018年12月销售疲软受到股价下跌及政府瘫痪的干扰，这些因素夸大了2019年12月数据走强。此外，感恩节比2018年时晚了近一周时间也推高了12月的销售额。数据公布后，**亚特兰大联储修正了其GDP Now模型，将四季度GDP季度环比增速由2.3%下调至1.8%**，援引的理由是预测四季度实际个人消费支出季度环比增速由2.3%降至1.6%。
- 随着四季度财报季拉开帷幕，**本周许多美国银行公布了财报，业绩喜忧参半**。普遍来看，四季度银行交易部门的营收高于预期，令分析师感到意外。然而，2019年美联储三次降息开始侵蚀银行贷款组合的净息差，贷款收入减少抵消了交易收入强劲。银行仍是最大的单一优先股发行人，

由于制造业持续低迷，消费支出继续推动经济增长



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；3个月移动均值数据截至2020年1月16日

对于固定收益投资者来说，**我们相信优先股仍提供比债券更加诱人的相对价值，并建议在平衡型投资组合中按市值权重配置。**



## 加拿大

Ryan Harder 和 Meika McKelvey – 多伦多

- **12月加拿大就业率回升**，增加了3.52万个就业岗位。2019年月均可观地增加了约2.7万个就业岗位，全年增加32万个，这是自2007年以来的次佳水平。总体上，支撑整体就业数据超出预期的具体指标基本正面，**全职岗位指标完全扭转了11月的颓势**，而通常稳定的失业率抹去了上月0.4个百分点增幅中的0.3个百分点，回到近几十年来的低点5.6%。遗憾的是**工资前景并不乐观**，长期工的平均时薪同比涨幅放缓至3.8%。12月的数据基本上让劳务市场更像是10月报告公布后的情况，在2019年四季度经济活动数据连续走弱之后，这是一个令人鼓舞的数据点。
- **四季度商业展望调查(BOS)为加拿大经济前景增添了一些乐观情绪**，整体指标从+0.4升至+0.7，显示**企业信心略有改善**。根据加拿大央行的报告，BOS的结果表明商业信心“大体乐观”，总体上企业前景受到预期“国内外销售状况健康”的支撑。**产能压力依然很大**，向加拿大央行发出似乎已接近充分就业的信号，这也许有助于抵消近期某些数据疲软。有趣的是，**加拿大央行首次就气候变化问题专门向企业提问**，超过50%受到影响的调查对象提及负面影响。
- 下周三**加拿大央行将举行2020年的首次利率会议**，同时将发布最新的货币政策报告。鉴于12月就业数据回升、1月9日加拿大央行行长波洛兹发表了中立言论以及BOS结果略显乐观，我们认为很难拿出1月立即降息的充分理由。加拿大皇家银行资本市场预计在4月之前加拿大央行将按兵不动，市场对下周政策变动的预期接近于零。

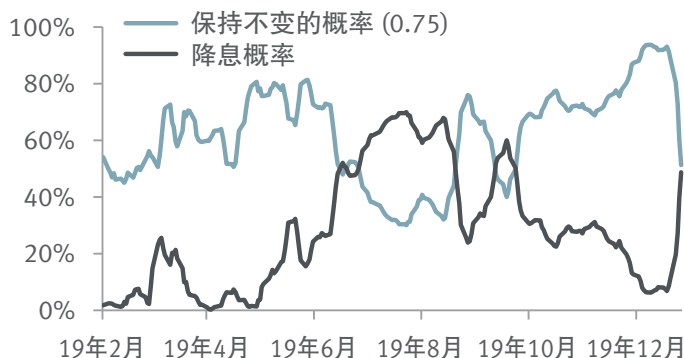


## 欧洲

Alastair Whitfield – 伦敦

- 由于没有重要的数据或事件，欧洲的消息面退居次席，焦点更多地集中在英国。**比如说**，由于多名货币政策委员会(MPC)成员**暗示可能有必要降息**，上周末以来**英国央行引起了外汇和固定收益市场的躁动**。这使得本周早些时候英镑兑美元汇率跌至 1.2959，直至 1 月 16 日才回升至 1.3055。英国 10 年期政府债券收益率同样也从 1 月 10 日的 0.77% 降至 0.64%。与此同时，尽管盘中出现波动，本周四前富时 100 指数基本持平。尽管货币政策委员会发出的信号也包括目前委员会中有一位成员 (Michael Saunders) 持反对意见，而这并不让人意外，**市场预期的降息概率已大幅调整至超过 60%**。
- **最新公布的消费物价指数数据不及普遍预期更是火上浇油**，12 月整体数据为 1.3%，上个月为 1.5%，普遍预测则为 1.5%。尽管有所下降，实际上这使得过去三个月通胀率与货币政策委员会平均预测的 1.4% 保持一致。因此，**它也许并不像整体数据显示的那么糟糕**。
- 虽然 **11 月 GDP 萎缩 0.3%** 是另一个导致市场潜在降息预期上升的因素，**我们认为这并不能说明是经济对选举结果的反应**。但它确实指向这样一个事实：在大选前存在显著不确定性的期间，GDP 在截至 11 月底的三个月里增长了 0.1%，略好于普遍预期。
- 它强调尽管有理由保持谨慎，**在 1 月 30 日英国央行下次**

MPC 成员发出有必要降息的信号令市场隐含降息几率骤升



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；逐周数据截至 2020 年 1 月 16 日

会议之前货币政策委员会成员仍将期待自上个月大选以来经济好转的迹象。

- **将于下周末公布的英国采购经理人指数预览值将成为判断经济数据是否有改善迹象的关键**。普遍预测 1 月制造业 PMI 将升至 50.7，高于上个月的 49.3。



## 亚太区

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

- **本周亚洲股市普遍走高，其中韩国领涨**。在美中两国签署第一阶段经贸协议的前景以及宏观经济数据略好于预期的推动之下，投资者的乐观情绪推动韩国综合股价指数创下 9 个月来的新高。
- **1 月 15 日美国和中国终于签署了“具有里程碑意义的”阶段性贸易协定，长达 18 个月的贸易争端暂告一段落**。协议内容包括中国承诺增加进口价值 2000 亿美元的美国产品、加强对美国知识产权的保护并引入新的执法机制，使华盛顿能够在某些条款被违反时迅速实施北京不能予以反制的惩罚。不出所料，针对中国近 3000 亿美元进口商品的关税依然有效。美国国家经济研究局 (National Bureau of Economic Research) 的最新研究显示，美国企业和消费者几乎承担了美国关税的全部成本。尽管最糟糕的情况似乎已成过去，**我们预计依然前路坎坷，第二阶段的谈判将会更加棘手**，如果中国不遵守协议，美国可能会再次加征关税。
- **11 月日本核心机械订单环比猛增 18%，这是有史以来的最大月度增幅**。核心机械订单被视为未来两到三个季度资本支出的指标。最新的经济数据使得我们更加相信**企业支出有助于维持日本脆弱的经济复苏**。经济学家认为日本央行将小幅上调新财年的经济预测，从而反映政府最新支出计划将提振经济的预期。
- **中国和韩国之间的关系似乎正在改善，中国的旅行社已经恢复销售韩国旅游套餐**。在中国游客到来的预期之下，爱茉莉太平洋 (Amorepacific) 和韩国科尔马 (Kolmar Korea) 等几家韩国化妆品生产商以及 Modetour Network 等旅游服务公司的股价出现上涨。



## 市场行情

数据截至 2020 年 1 月 16 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         | 3,316.81   | 2.7%  | 2.7%  | 26.8%  | 19.5%  |
| 道琼斯工业平均指数         | 29,297.64  | 2.7%  | 2.7%  | 21.0%  | 13.6%  |
| 纳斯达克指数            | 9,357.13   | 4.3%  | 4.3%  | 33.0%  | 29.5%  |
| 罗素 2000 指数        | 1,705.22   | 2.2%  | 2.2%  | 17.2%  | 8.4%   |
| 标普 / 多伦多综合指数      | 17,484.77  | 2.5%  | 2.5%  | 15.7%  | 7.3%   |
| 富时全股指数            | 4,222.79   | 0.6%  | 0.6%  | 12.0%  | -0.9%  |
| 欧洲斯托克 600 指数      | 420.54     | 1.1%  | 1.1%  | 20.0%  | 5.6%   |
| 欧洲斯托克 50 指数       | 3,774.14   | 0.8%  | 0.8%  | 22.6%  | 4.2%   |
| 恒生指数              | 28,883.04  | 2.5%  | 2.5%  | 7.4%   | -9.5%  |
| 上证综指              | 3,074.08   | 0.8%  | 0.8%  | 19.6%  | -10.5% |
| 日经 225 指数         | 23,933.13  | 1.2%  | 1.2%  | 17.1%  | -0.1%  |
| 印度 Sensex 指数      | 41,932.56  | 1.6%  | 1.6%  | 15.4%  | 20.6%  |
| 新加坡海峡时报指数         | 3,278.00   | 1.7%  | 1.7%  | 1.5%   | -7.7%  |
| 巴西 Ibovespa 指数    | 116,704.20 | 0.9%  | 0.9%  | 23.6%  | 46.2%  |
| 墨西哥 Bolsa IPC 指数  | 45,303.08  | 4.0%  | 4.0%  | 3.4%   | -8.5%  |
| 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)    | 1,553.28   | 2.4%  | 2.4%  | 20.1%  | 16.1%  |
| 白银 (现货美元 / 盎司)    | 17.95      | 0.5%  | 0.5%  | 15.1%  | 4.4%   |
| 铜 (美元 / 吨)        | 6,252.50   | 1.7%  | 1.7%  | 5.3%   | -11.1% |
| 原油 (WTI 现货 / 桶)   | 58.52      | -4.2% | -4.2% | 11.9%  | -8.2%  |
| 原油 (布伦特现货 / 桶)    | 64.74      | -1.9% | -1.9% | 5.6%   | -6.4%  |
| 天然气 (美元 / 百万英热单位) | 2.08       | -5.1% | -5.1% | -38.6% | -33.6% |

| 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  | 1.806%   | -11.2 | -11.2 | -91.6 | -73.1  |
| 加拿大 10 年期债券 | 1.556%   | -14.6 | -14.6 | -44.1 | -61.7  |
| 英国 10 年期债券  | 0.643%   | -17.9 | -17.9 | -66.8 | -66.0  |
| 德国 10 年期债券  | -0.219%  | -3.4  | -3.4  | -44.3 | -78.1  |
| 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        | 2.23%    | 0.7%  | 0.7%  | 9.4%  | 9.9%   |
| 美国投资级企业债券   | 2.77%    | 0.8%  | 0.8%  | 15.0% | 12.9%  |
| 美国高收益企业债券   | 5.02%    | 0.7%  | 0.7%  | 11.7% | 11.8%  |
| 货币          | 汇率       | 月初至今  | 年初至今  | 1 年期  | 2 年期   |
| 美元指数        | 97.2980  | 0.9%  | 0.9%  | 1.3%  | 7.6%   |
| 加元 / 美元     | 0.7667   | -0.4% | -0.4% | 1.6%  | -4.7%  |
| 美元 / 加元     | 1.3043   | 0.4%  | 0.4%  | -1.6% | 4.9%   |
| 欧元 / 美元     | 1.1137   | -0.7% | -0.7% | -2.2% | -9.2%  |
| 英镑 / 美元     | 1.3074   | -1.4% | -1.4% | 1.5%  | -5.2%  |
| 澳元 / 美元     | 0.6898   | -1.8% | -1.8% | -3.8% | -13.4% |
| 美元 / 日元     | 110.1600 | 1.4%  | 1.4%  | 1.0%  | -0.3%  |
| 欧元 / 日元     | 122.6800 | 0.7%  | 0.7%  | -1.3% | -9.4%  |
| 欧元 / 英镑     | 0.8518   | 0.7%  | 0.7%  | -3.7% | -4.2%  |
| 欧元 / 瑞郎     | 1.0747   | -1.0% | -1.0% | -4.8% | -8.6%  |
| 美元 / 新加坡元   | 1.3470   | 0.1%  | 0.1%  | -0.6% | 2.0%   |
| 美元 / 人民币    | 6.8789   | -1.2% | -1.2% | 1.8%  | 6.7%   |
| 美元 / 墨西哥比索  | 18.7771  | -0.8% | -0.8% | -0.6% | 0.0%   |
| 美元 / 巴西雷亚尔  | 4.1839   | 3.8%  | 3.8%  | 12.0% | 29.8%  |

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 1 月 16 日格林尼治时间晚上 8:48。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.76，表示 1 加元可兑换 0.76 美元。加元兑美元回报为 -0.4%，表示年初至今加元兑美元下跌了 0.4%。美元 / 日元为 110.16，表示 1 美元可兑换 110.16 日元。美元兑日元的回报为 1.4%，表示本年迄今美元兑日元上涨了 1.4%。

## 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

**Ryan Harder – 加拿大多伦多**  
ryan.harder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

**Meika McKelvey – 加拿大多伦多**  
meika.mckelvey@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

**Alastair Whitfield – 英国伦敦**  
alastair.whitfield@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：** Ryan Harder 和 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； Alastair Whitfield 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 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。**