

# 全球 透视

## 周刊

### 贸易领域风平浪静？

Frédérique Carrier – 伦敦

达成期盼已久的经贸协议之后，市场集体松了一口气。不过我们认为近期的最新动向并非灵丹妙药。贸易风向转变并未完全吹散不确定因素的迷雾，我们来探讨这一切是如何塑造投资格局的。

随着过去3个月MSCI世界指数创下历史新高，人们认为近期达成的经贸协定将比之前的协定营造更好的环境情有可原。事实上，全球贸易额不太可能恢复到以前的较高水平，这些协议甚至可能会阻碍经济增长。

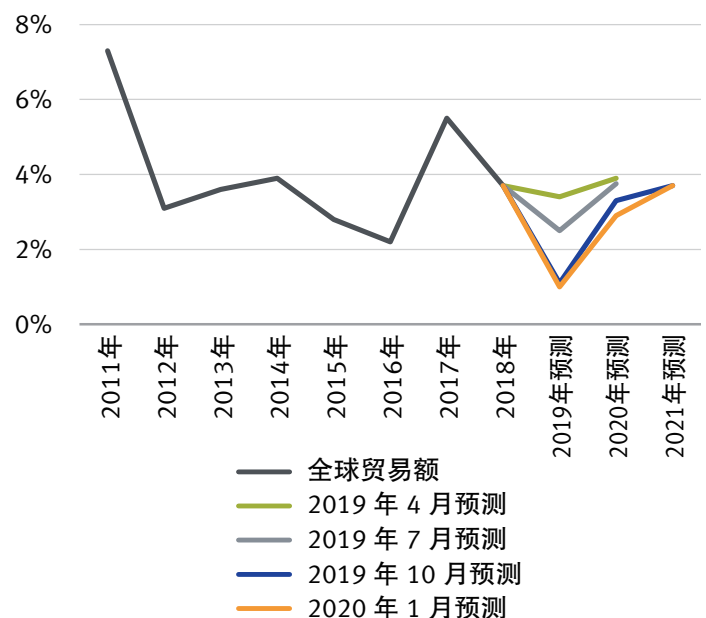
但令市场感到欣慰的是全面贸易战的风险已经消退，推动市场的是消除贸易不确定性有助于实现温和（如果不是显著）增长的希望。我们探讨四种贸易形势可能产生的实际经济影响及其对股市的影响。

#### 美中第一阶段：降低而非取消关税

最近签署的第一阶段经贸协议似乎结束了过去18个月令金融市场动荡不安的贸易战。这无疑是个好消息，中国同意未来两年在2017年的基础上增购价值2000亿美元的美国商品（包括农产品和服务）。中国还承诺修改知识产权条例，不会操纵人民币汇率。作为交换，美国将对1200亿美元的中国进口商品的现行关税减半至7.5%，并不再进一步加征关税。

但仔细观察就会发现，该协议带来的好处有限。对另外2500亿美元的中国商品加征25%的关税依然保留。事实上，加拿大皇家银行环球资产管理有限公司的首席经济学家Eric Lascelles指出，美国平均关税仅由4.5%的高位小幅下调，远高于贸易争端开始前的平均水平1.5%。

IMF 向下修正全球贸易增长预期



资料来源：国际货币基金组织 (IMF)、加拿大皇家银行财富管理

#### 市场脉搏

- 3 自然盘整有利美国股市健康
- 3 加拿大消费者债务负担加重的迹象？
- 4 欧洲央行展开战略评估
- 4 亚洲股市：回顾2003年非典爆发

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年1月23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23日16:18；传播：美国东部时间2020年1月23日16:50



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。

此外，目前还不清楚中国将如何实现其激进的购买目标，该目标要求中国比 2017 年增购约 50% 的商品。未能履行承诺可能导致美国不满，不能排除紧张局势重新升级的风险。

最后，第二阶段的谈判很可能会推迟到 2020 年 11 月美国总统大选之后。鉴于中国不太可能屈从于美国要求大幅减少对国有企业的支持，第二阶段的谈判可能会更加棘手。

整体来看，尽管全面贸易战和加征新关税的最糟情况得以避免，未来数年依然生效的关税也许会拉低美国经济增速 0.65 个百分点，中国则被拉低 0.8% 个百分点，Lascelles 认为这两者的影响都不容小觑。

### USMCA：费力不讨好

尽耗时三年之久，美国总统特朗普即将签署的美墨加协定 (USMCA) 与世界上最成功的贸易协定之一北美自由贸易协定 (NAFTA) 并无本质区别。不过 Lascelles 指出，与北美自由贸易协定相比，USMCA 对经济增长的支持力度较弱，主要原因是“未来汽车供应链的增长受阻”。

### 美欧贸易紧张局面：开始…停止…开始？

由于美中第一阶段经贸协议已经签署，有人担心善变的特朗普会把目光投向欧洲大陆。一段时间以来，美国和欧盟之间的贸易紧张局面持续激化。特朗普政府希望进入受到良好保护的欧洲农产品市场，从而解决美国从欧洲进口葡萄酒和奶酪等奢侈品造成的巨大贸易失衡。

最近，随着特朗普和法国总统马克龙宣布就有争议的数字服务税收争端休战，紧张局势似乎有所缓和。这场争端有可能会演变成一场跨大西洋贸易战。马克龙已同意将法国去年对大型科技公司的销售额课税 3% 的规定推迟到 2020 年底实施，这些公司包括谷歌、苹果、Facebook 和亚马逊，它们在欧洲开展业务，却通过将收益转移到税率较低的司法辖区逃避税务部门的控制。

尽管有所缓和，欧洲可能要留意特朗普之前在与中国、加拿大和墨西哥谈判时采取通过加征关税获得更多让步的策略。

在欧洲经济不稳健的情况下，贸易状况恶化对欧洲来说将是困难的，尤其是将使得欧洲处境艰难，尤其是由于为了兑现在第一阶段协议中的承诺，中国可能会转而从美国购买原本从其它贸易伙伴那里购买的部分商品。

### USMCA 的主要特点

USMCA 将对经济产生中性至略微负面的影响

对贸易  
不利

- 汽车行业：配额、国内零部件比例至少达到 75%、提高行业工资水平
- 钢铝关税依然有效
- 日落条款，但至少 16 年

对贸易  
中性

- 贸易争端法庭基本不变
- 文化豁免维持不变
- 政府采购规则维持不变
- 加强知识产权保护

对贸易  
有利

- 加拿大乳制品卡特尔受到削弱
- 提高跨境购物限额
- 体现新技术的现代化

注：基本保留对加拿大的文化豁免，允许加拿大电影、电视节目、音乐等享有优惠待遇 资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理

### “完成脱欧”

在以“完成脱欧”(Get Brexit Done) 为口号再次当选之后，英国首相约翰逊 (Boris Johnson) 面临着艰巨的任务。要让英国在 1 月 31 日退出欧盟也许已经困难重重，但与在自行设定的最后期限 2020 年 12 月 31 日之前与欧盟就未来关系进行谈判的任务相比，这些困难显得微不足道。

鉴于这种约束，我们预计只有最低限度的自由贸易协定才行得通。此外，如果未能按时达成协议且政府拒绝要求延期完成谈判，不排除英国将不得不按照世界贸易组织条款开展贸易活动的可能性。在此期间企业将面临持续的不确定因素，从而很可能会抑制经济增长。

### 贸易：不错，却也没那么好

所有这些正在进行的贸易争端很可能会形成合力遏制贸易增长。国际货币基金组织最新修订的 2020 年全球贸易增长展望预计 2019 年开始反弹，但经济增长将继续受到保留关税的拖累，无法恢复到近些年的水平。衡量未来经济增长预期的指标 10 年期美债收益率降至 1.74%，似乎证实预计全球经济在近期贸易方面取得积极成果后不会强劲复苏。

### 投入与警报

股市受到各国央行放宽货币政策、追逐收益以及贸易争端有望偃息令全球经济增长提速的提振。经济增速令人失望或美国与其主要贸易伙伴重新陷入紧张将考验投资者的神经，并可能引发市场波动。只要经济活动足以让企业勉强维持盈利成长，我们认为投资者应该维持市值权重 (基准) 股票仓位，不过需要提高警惕。



## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 继今年头三周收报六个新高之后，在美国开审参议院弹劾案、中国多个城市由于发生呼吸道病毒感染恐慌事件进入防范隔离期的一周**美国股市裹足前行**。本周迄今为止**美国大盘股跌幅不到 0.5%，小盘股则下跌了 0.9%**。经济增速比估值更加坚挺，板块滞后就是明证，其中能源股、原材料股和金融股大幅下挫。公用事业、房地产和科技板块上涨稍微抵消了这些跌幅。此外，**最近几天美国利率下降**，使得标普 500 指数的收益率 (1.80%) 重新高于 10 年期美债收益率 (1.74%)。
- 由于标普 500 指数自 2018 年 12 月的低点上涨 40.9%、自 2018 年 9 月的高点上涨 13.1%，**估值也随之攀升**。根据 FactSet 的数据，标普 500 指数未来 12 个月的远期市盈率为 18.6 倍，超过 2018 年 1 月的高点 18.5 倍。由于一年多的时间里回报强劲且估值略有上升，我们相信**自然盘整有利于美国股市的健康**。此外，我们在继续看好相关基本面的同时还考虑了略显过高的估值，这种观点的平衡支持我们对美国股票保持观望的建议。
- 从经济的角度讲，**住房数据和地区经济活动指数从喜忧参半到正面不等**。12 月成屋销售 554 万套，环比增加 3.6%，远高于普遍预期。1 月堪萨斯城联储制造业活动指数为 -1，远高于普遍预测的 -6。与此同时，12 月芝加哥联储全国经济活动指数为 -0.35，不及普遍预测的 0.13。



## 加拿大

Carolyn Schroeder 和 Sayada Nabi – 多伦多

- 加拿大消费者期望调查**的重点是受访者对劳务市场、通货膨胀和家庭财务状况的看法。四季度的调查结果显示在工资增长预期稳定的支撑之下，**消费者对劳务市场的看法基本没有变化**。与此同时居民利率预期持续下降，近期调查

无论按之前高点还是低点衡量标普 500 指数均有较大涨幅  
标普 500 指数水平和价格回报



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 1 月 23 日格林尼治时间 19:00

数据再次证实通胀预期仍稳处于加拿大央行 1%-3% 的目标区间之内。**就像对工资增长的预期一样**，2019 年四季度**消费者对家庭收入增长的预期基本稳定**。2019 年支出增长预期略有上升，并继续超出对收入增长的预期，表明消费者可能会减少储蓄或增加债务维持支出所需资金。总体上，我们认为这些调查结果不会大幅缓解加拿大央行的担忧，即家庭债务增长以及随之而来的金融市场潜在风险开始再度抬头。

- 本周加拿大央行召开了新年首次利率会议，会上**决定维持 1.75% 的隔夜贷款利率不变**。尽管已是连续第 15 个月维持利率不变，加拿大皇家银行经济研究部认为**该政策声明意味着基调更为温和**。在政策声明中，过去三个月的经济数据被定调为“喜忧参半”，央行的展望则指出了出口、企业支出、就业创造和消费支出疲弱的迹象。尽管加拿大央行最初将 2019 年底加拿大 GDP 增长放缓归咎于暂时性因素，政策声明承认**国内经济受到全球不利因素的负面影响**超出央行预期，“高度不确定性”依然存在。总之，加拿大央行仍预计**2020 年年内经济将加速增长**，不过警告称**经济不会满负荷运转**。





## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **欧洲企业财报季开锣**，欧洲斯托克 600 指数中近 40% 的企业将于 1 月底前公布财报。2019 年四季度的盈利预期依然相当低迷。普遍预测四季度英国和欧洲总体**盈利同比萎缩 0.8%**，而这主要是依赖大宗商品价格的能源和原材料行业所致。鉴于有迹象表明在此期间全球经济趋于稳定，我们认为这样的低门槛应该可以实现。普遍预测的 2020 年盈利同比增速 8% 要求更高，而且有赖于全球经济出现一定程度的复苏。
- 正如广泛预期的那样，欧洲央行在 1 月的理事会会议上宣布**利率将维持在当前或更低水平，直至中期通胀接近指定目标**。量化宽松计划和前瞻性指引均无变化。普遍预测 2020 年利率将保持不变，加拿大皇家银行资本市场也持同样的观点。
- **欧洲央行行长拉加德 (Christine Lagarde) 重申了财政政策的重要性，并对欧洲央行的运作正式展开战略评估**，这是欧洲央行成立 20 年来第二次进行此类评估。评估的重点是通胀目标等议题，包括数字基准 2%、目标的可能区间以及通胀衡量指标。会议还将讨论央行使用的工具，包括负利率对经济的影响。



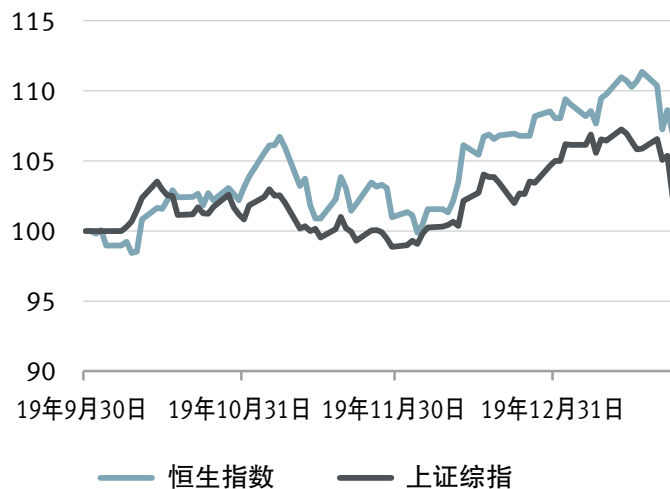
## 亚太区

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

- **冠状病毒疫情爆发令亚洲股市反弹中断**。虽然目前疫情似乎没有 2003 年时的 SARS 那么严重，而且这一次政府的准备更加充分也更加警惕，不过最糟糕的回落也许尚未出现。过去的结果表明**市场往往会随着新病例和消息达到峰值而触底**。新增病例仍呈上升趋势。
- 回顾过去，2002 年 12 月官方通报了首个 SARS 病例，但直到 2003 年 4 月中国才开始启动大规模疾病控制行动。

## 对冠状病毒的担忧令亚股指数回吐四季度部分涨幅

2019 年 9 月 30 日以来恒生指数和上证综合指数回报率，以 100 为基数



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 23 日

根据后来收集的数据，2003 年 4 月以后通告的病例显著减少。2003 年 7 月这种疾病已基本得到控制。

- **中国经济受到非典的负面影响，尤其是 2003 年二季度**，但不久之后就收复失地。中国的 GDP 增速由 2003 年一季度的 11.1% 降至 2003 年二季度的 9.1%，而这主要是由于旅游、交通、酒店和餐饮等行业受到冲击。2003 年三季度 GDP 同比增速回升至 10.0%。总体而言，2003 年二季度零售销售额同比下滑至 6.8%，低于 2003 年一季度的 9.2%，2003 年三季度又回升至 9.7%。另一方面，由于政府宣布放宽政策，**固定资产投资和工业产值更加坚挺**。
- **恒生指数在 SARS 爆发后的头五个月深幅调整 19% 左右，回升历时四个月之久**。到 2003 年底时，该指数较 2003 年 4 月的底部上涨了约 55%。
- **中国股市作出了不同反应**。2002 年 12 月到 2003 年 4 月期间，上证综合指数上涨了 18%。此后该指数跌去 20%，直至 2003 年 11 月才见底。
- **我们认为旅游和零售相关行业**（航空、酒店、博彩、零售、娱乐等）**将受到冠状病毒疫情的较大负面影响**，而对制药类股和诊断工具及防护装备制造商（如手套制造商）来说，这种影响往往是正面的。



## 市场行情

数据截至 2020 年 1 月 23 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	3,325.54	2.9%	2.9%	26.0%	17.1%
道琼斯工业平均指数	29,160.09	2.2%	2.2%	18.7%	11.3%
纳斯达克指数	9,402.48	4.8%	4.8%	33.8%	26.0%
罗素 2000 指数	1,685.01	1.0%	1.0%	15.9%	4.6%
标普 / 多伦多综合指数	17,621.78	3.3%	3.3%	15.9%	7.7%
富时全股指数	4,170.34	-0.6%	-0.6%	10.8%	-1.7%
欧洲斯托克 600 指数	420.03	1.0%	1.0%	18.4%	4.3%
欧洲斯托克 50 指数	3,736.85	-0.2%	-0.2%	20.1%	1.8%
恒生指数	27,909.12	-1.0%	-1.0%	3.3%	-15.2%
上证综指	2,976.53	-2.4%	-2.4%	15.3%	-16.1%
日经 225 指数	23,795.44	0.6%	0.6%	15.5%	-1.4%
印度 Sensex 指数	41,386.40	0.3%	0.3%	14.6%	14.5%
新加坡海峡时报指数	3,234.56	0.4%	0.4%	2.0%	-10.0%
巴西 Ibovespa 指数	119,527.60	3.4%	3.4%	23.8%	48.2%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	45,476.43	4.4%	4.4%	4.1%	-9.5%
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)	1,562.99	3.0%	3.0%	21.8%	16.5%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.80	-0.3%	-0.3%	15.8%	4.4%
铜 (美元 / 吨)	6,073.75	-1.2%	-1.2%	2.6%	-11.8%
原油 (WTI 现货 / 桶)	55.50	-9.1%	-9.1%	5.9%	-14.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	62.11	-5.9%	-5.9%	1.6%	-11.2%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.94	-11.3%	-11.3%	-34.9%	-43.6%

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	1.729%	-18.9	-18.9	-101.2	-88.4
加拿大 10 年期债券	1.415%	-28.7	-28.7	-55.5	-81.4
英国 10 年期债券	0.591%	-23.1	-23.1	-73.5	-76.2
德国 10 年期债券	-0.308%	-12.3	-12.3	-53.3	-86.9
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	2.20%	0.9%	0.9%	9.6%	10.6%
美国投资级企业债券	2.71%	1.4%	1.4%	15.6%	14.2%
美国高收益企业债券	5.09%	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	97.6710	1.3%	1.3%	1.6%	8.4%
加元 / 美元	0.7618	-1.0%	-1.0%	1.6%	-5.4%
美元 / 加元	1.3129	1.1%	1.1%	-1.6%	5.7%
欧元 / 美元	1.1057	-1.4%	-1.4%	-2.8%	-10.1%
英镑 / 美元	1.3124	-1.0%	-1.0%	0.4%	-6.3%
澳元 / 美元	0.6844	-2.5%	-2.5%	-4.2%	-14.5%
美元 / 日元	109.4700	0.8%	0.8%	-0.1%	-0.8%
欧元 / 日元	121.0500	-0.6%	-0.6%	-3.0%	-10.8%
欧元 / 英镑	0.8426	-0.4%	-0.4%	-3.2%	-4.1%
欧元 / 瑞郎	1.0717	-1.3%	-1.3%	-5.4%	-9.0%
美元 / 新加坡元	1.3516	0.4%	0.4%	-0.5%	2.6%
美元 / 人民币	6.9426	-0.3%	-0.3%	2.2%	8.4%
美元 / 墨西哥比索	18.7593	-0.9%	-0.9%	-1.4%	0.3%
美元 / 巴西雷亚尔	4.1700	3.5%	3.5%	10.9%	28.7%

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 23 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 0.76, 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%, 表示年初至今美元兑日元上涨了 1.4%。

## 作者

## Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

## Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯

benjamin.graham@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

## Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@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：**Carolyn Schroeder 和 Sayada Nabi 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。**