

全球 透视

周刊

美国选举与市场问题

并非支配因素

Kelly Bogdanova – 旧金山

虽然椭圆形办公室的主人主宰着美国的舞台，但就对金融市场的影响而言，实际上总统不过是合唱团成员而不是领唱。不要让媒体大肆报道选举影响投资策略。相反，应该重点关注对市场来说最重要的事情。

主流媒体和另类媒体都非常善于放大美国总统选举的重要性。毕竟，收视率和点击率是付费的。无论是准入主椭圆形办公室，都有着很大的影响力，有助于或阻碍国家的进步和发展，但许多其它因素也决定着美国资产类别的回报。

国会也是如此。虽然政党控制权绝对可以在制定国家优先事项和通过实质性立法方面产生重大影响，但政党对整个股市，尤其是长期来看，会产生多大的真正影响？

本文是加拿大皇家银行财富管理《美国选举与市场问题》（elections & market matters）系列文章的开篇，将探讨2020年大选与金融市场、投资组合和经济最相关的方面。

首先谈谈如何摆脱媒体报道的喧嚣，从投资的角度来看待选举。

央行的影响最大

我们认为定下市场基调的是更为重要的实体——美联储。无论是在国内还是在全球范围内，我们都很难忽视这个机构的重要性和它的影响力，特别是它在全球范围内的金融触角已经发展了数十年之久。

基本上美联储对国内经济衰退和复苏的影响比总统或国会更大。美联储的利率周期——无论利率是下调、上调还是保持不变——在决定商业周期的方向时都发挥着重要作用。当美联储过度、过快地收紧信贷时，它可能会令美国经济迅速陷入困境，并对许多其它国家产生连锁反应。另一方面，美联储每一次大规模的宽松周期都带来了经济复苏或重新加速。

自2008年-2009年的全球金融危机以来，美联储的影响力显著增强，美联储观察人士、经济学家和市场分析师尚未完全具化其影响方式。

允许买入联邦政府、州政府和市政府以及企业债券的量化宽松政策等美联储非常规工具不仅帮助塑造了经济周期，还有

市场脉搏

- 3 美国市场乐观，但疫情消息喜忧参半
- 3 加拿大政策利率将维持至2022年？
- 4 疫苗乐观情绪推动欧洲周期股上涨
- 4 中国有意给股市降温

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年7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7月16日17:11；传播：美国东部时间2020年7月16日17:15

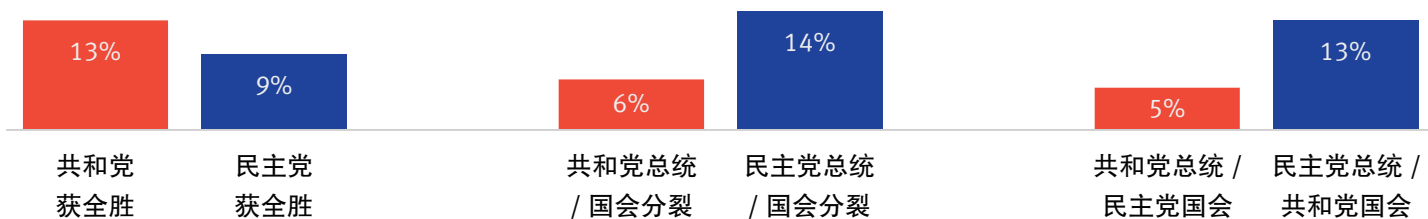


财富
管理

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。

象还是驴——或是两党共治？

1933 年以来不同党派治下标普 500 指数的平均历史回报率



资料来源：加拿大皇家银行资本市场美国股票策略、加拿大皇家银行财富管理、彭博社、Haver Analytics

中短期金融市场回报。如果美联储没有通过干预维持近期的金融市场、尤其是企业债券市场的正常运作，我们怀疑标普 500 指数能否由 3 月低点上涨近 44%。是的，来自白宫和国会不分党派的财政刺激措施至关重要。但如果没有美联储的干预和“印钞”能力，我们认为当前的美国市场和经济背景会大不相同。

可能需要很多年才能弄清楚美联储史无前例的政策产生的积极和消极后果。无论特朗普 (Donald Trump) 再次当选还是被拜登 (Joe Biden) 击败，无论出现国会分裂还是“蓝色浪潮” (blue wave)，相比之下并无太大关系。

商业周期周而复始

商业周期的自然起伏，即经济活动从复苏到稳定增长，再到衰退，然后周而复始，我们认为这是白宫和国会无法完全掌控的另一个关键因素。华盛顿的最新动态通常不会决定美国 19 万亿美元经济的成败，即使在税收政策和支出提案像这次选举一样发挥作用时也是如此。

估算财政政策对股市的影响与其说是科学，不如说是艺术。总统和国会的决定也许确实能够推动或削弱经济趋势和某些行业，但就像投资者那样，华盛顿领导人依赖于商业周期波动。我们认为商业周期对股票和债券市场的影响要大于政治结果，而商业周期反过来会对企业盈利产生重大影响。

数据动态

数据是投资者看待问题的另一个因素。在每个选举周期总会出现许多显示大选前后历史回报率的

图表，即按党派掌权、现任和非现任结果、选举周期的不同年份等拆分打包的股指回报率，类似于这两个图表所示。

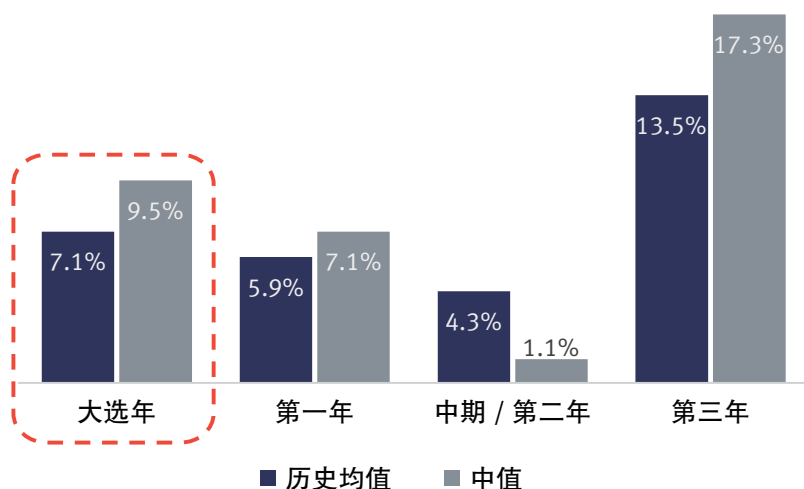
参考历史数据是有用的，可以提供某些发展方向，不过我们对此持保留态度。他们基于少量数据点 (自 1928 年以来只有 23 次总统选举)，而且重要的是围绕平均值的数据可能存在很大差异。所以平均值并非接下来会发生什么的可靠指引。

保持警觉

我们建议投资者不要让媒体大肆报道选举妨碍经过深思熟虑的投资组合管理。就对金融市场的影响而言，总统和国会都只是大合唱成员而已。应该重点关注对市场来说最重要的事情。

历史上大选年次年的回报率处于次佳水平

1928 年以来标普 500 指数在美国总统选举周期中的涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行资本市场美国股票策略、加拿大皇家银行财富管理、彭博社



美国

Alan Robinson – 西雅图

- **新冠肺炎疫苗利好消息令周中股市出现上涨。**发表在《新英格兰医学杂志》上的研究结果显示波士顿生物技术公司 Moderna 的药物在第一阶段试验中，所有 45 名患者均产生了抗体。政府首席传染病专家福奇 (Anthony Fauci) 博士称这些数据“非常令人鼓舞”，Moderna 计划在 7 月 27 日之前开始对 3 万名志愿者进行第三阶段试验。疫苗方面的正面消息也使得阿斯利康的股价有所上涨。该公司的疫苗是少数几种正在研发、既能产生抗体又能产生 T 细胞反应的疫苗之一。
- 不过，其它关于新冠肺炎的消息就不那么乐观了。伦敦国王学院的一项研究显示，康复患者的抗体在感染后的几个月内迅速下降，这引发了人们对潜在疫苗效力的怀疑。此外，本周美国 46 个州的感染率均有所上升。病例增加导致加州改弦易辙，再度关闭所有室内酒吧和餐馆。**加州、德克萨斯州和佛罗里达州这三个受疫情影响最严重的州约占美国 GDP 的 30%。**由于许多重启努力暂停或撤销，我们认为三季度 GDP 下行风险有所上升。
- **二季度财报季于本周拉开帷幕，银行业领跑，业绩普遍好于预期。**领头羊摩根大通公布的核心每股收益为 1.25 美元，

汇市跟随股市逐险行情走高

年初迄今股市与汇率走势



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、汤森路透。
以 2020 年 1 月 1 日的水平为 100；数据截至 2020 年 7 月 15 日

高于普遍预测的 1.10 美元。该行的盈利得益于资本市场业绩强劲，但被较高的贷款损失拨备所抵消。并非所有银行都加入了这一行列，客户补救成本导致**富国银行公布的亏损超出预期。**

- **6 月零售销售额环比增长 7.5%**，超出 5.4% 的预期增幅。这主要是由于汽车和汽油销售强劲，网上零售和杂货店销售额则有所下滑。**6 月美国预算赤字达到创纪录的 8640 亿美元**；这一个月数字几乎相当于 2019 年全年赤字，使 12 个月来的赤字达到创纪录的 3 万亿美元。
- 本周美元再度失宠。在疫情冲击国际市场时投资者的安全投资转移令美元受益，但**海外新冠肺炎疫情相对于美国的状况有所改善令美元面临压力。**由于避险情绪往往会支撑外汇，股市自 3 月以来的反弹也损及美元。



加拿大

Meika McKelvey 和 Sayada Nabi – 多伦多

Mikhial Pasic(CFA) – 温哥华

- 正如市场参与者预期的那样，在 7 月 15 日的会议上加拿大央行没有改变任何政策，隔夜利率目标仍处于被视为有效的下限 0.25%，并再次承诺保持当前加拿大政府、省级和企业债券的购买频率。不过它**明确了政策利率的预期路径**，首次在声明中发出附带条件的指引。声明指出加拿大央行将**保持利率不变，直到“经济低迷的影响减轻，从而持续实现 2% 的通胀目标。”**同样在 7 月 15 日发布的 7 月货币政策报告显示，加拿大央行的基本预期是在 2022 年之前通胀率不会回归目标水平，预计届时 CPI 将达 1.7%。换句话说，加拿大央行发出的信息意味着至少在 2023 年之前隔夜利率可能会处于有效下限。
- 加拿大皇家银行经济研究部的数据显示，**冠状病毒疫情使得数十年来有所上升的女性劳动力比例重新下降。**经济衰退使得加拿大女性劳动力的参与率由 61% 的历史高点降至 55% 的 30 年低点。在经济衰退的头两个月里，至少有 150 万女性失业，而且自 3 月经济陷入低迷以来**女性失业率一直高于男性，在 5 月达到了 14% 的峰值。**加拿大

皇家银行经济研究部指出这是由于疫情期间大部分失业都发生在女性占主导地位的行业，如食品服务、零售贸易、教育服务、保健和社会援助等行业。**虽然3月和4月女性失业人数占比51%**，在5月和6月经济开始重启时**女性只贡献了45%的就业增长**，因为大多数新增就业岗位都来自建筑业和制造业。

- 由于银行监管机构作出允许发行一种新产品的裁决，将其作为交易所交易、面值25美元优先股的替代品，**本周优先股涨幅超过5%**。根据最初的定价指引，这种全新结构的融资工具的成本似乎将低于25美元的优先股。因此，我们预计未来新发优先股将会减少，赎回则将增加，我们认为这属于**优先股的技术性利好因素**。



欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Faisal Manji – 伦敦

- 7月15日，**有关新冠肺炎疫苗研制进展的消息推动泛欧股市升至一个多月来的最高点**。阿斯利康公司正与牛津大学合作研发一种名为AZD1222的疫苗。7月15日，该公司股价上涨5%，此前媒体报道称参与第一阶段试验的约1000名志愿者产生了预期的免疫应答。报道称这些数据将在未来几天发表在医学杂志《柳叶刀》上。
- 从板块的角度来看，**疫苗乐观情绪使得过去一周周期股跑赢大盘**。旅游休闲板块的表现最佳，7月15日涨幅超过6%，其中航空公司、邮轮运营商和酒店股领涨。
- **欧洲领导人将于7月17日开始举行为期两天的会谈**，讨论最新的欧盟长期预算案，以及**下一代欧盟计划**（为应对新冠肺炎提出的7500亿欧元复苏计划）。该计划得到法国和德国的大力支持，但本周末峰会达成协议并非板上钉钉。被称为“节俭四国”的荷兰、丹麦、瑞典和奥地利一直对该计划规模、资金分配方式以及贷款和拨款分配等关键方面表示怀疑。解决治理和气候相关项目支出金额问题有助于赢得节俭四国的支持，并为达成最终协议铺平

道路。无论本周末能否达成协议，我们预计最终都将达成协议。

- 我们认为**达成协议将对欧元起到积极的推动作用**。此外，**欧盟迈向更加紧密的财政联盟**是我们最近将欧股评级上调至观望的关键因素之一。



亚太区

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

- 尽管新冠肺炎疫苗取得积极进展，本周**亚太股市涨跌互现**。
- 由于封锁措施已经结束，决策机构也加大刺激力度应对新冠肺炎危机带来的冲击，**2020年二季度中国经济同比增长3.2%**，在上个季度历史性地萎缩**6.8%**之后出现复苏。这一增幅超出路透调查中分析师预测的2.5%。另一方面，衡量消费者信心的关键指标零售销售额低于预期，6月同比下滑1.8%。尽管二季度中国经济恢复增长，但零售额不及预期表明复苏仍不均衡，消费者信心脆弱。**7月16日**，也就是该消息公布的当天，**中国内地三大股指跌幅超过4%**。尤其值得注意的是，沪深300指数录得今年2月春节休市重开以来的最大单日跌幅。最近**共产党的主要报纸《人民日报》对白酒生产商贵州茅台(600519 CH)提出批评，提醒投资者近期决策机构努力为中国股市降温**，散户投资者已在五年内承担了投资股票的最大杠杆。
- 由于来源不明的本地新冠肺炎病例激增，**香港社交疏离措施再度加码**，并计划对高危人群开展大规模检测。在日本，最近首都感染病例激增，**东京政府将感染警戒级别提高至最高水平**。
- **新加坡执政党继续掌权，但却是自1965年独立以来的历史最差表现**。人民行动党赢得93个议会席位中的83个。我们预计这对国内股市人气的影响将是短暂的。从历史上看，新加坡股市表现和选举结果之间并不存在长期关系。我们相信投资者将转而关注二季度业绩发布，以及未来数月经济分阶段重启。



市场行情

数据截至 2020 年 7 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	3,215.57	3.7%	-0.5%	7.0%	14.9%
道琼斯工业平均指数	26,734.71	3.6%	-6.3%	-2.2%	6.7%
纳斯达克指数	10,473.83	4.1%	16.7%	27.4%	34.2%
罗素 2000 指数	1,467.56	1.8%	-12.0%	-6.0%	-12.6%
标普 / 多伦多综合指数	16,024.50	3.3%	-6.1%	-2.9%	-2.9%
富时全股指数	3,454.00	1.3%	-17.7%	-16.4%	-17.5%
欧洲斯托克 600 指数	372.13	3.3%	-10.5%	-4.4%	-3.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,365.35	4.1%	-10.1%	-4.4%	-2.4%
恒生指数	24,970.69	2.2%	-11.4%	-12.7%	-12.5%
上证综指	3,210.10	7.6%	5.2%	9.3%	14.1%
日经 225 指数	22,770.36	2.2%	-3.7%	5.7%	0.8%
印度 Sensex 指数	36,471.68	4.5%	-11.6%	-6.8%	0.4%
新加坡海峡时报指数	2,623.67	1.3%	-18.6%	-21.9%	-18.8%
巴西 Ibovespa 指数	100,553.30	5.8%	-13.1%	-3.1%	31.2%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,465.67	-3.3%	-16.2%	-15.2%	-24.7%
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)	1,796.65	0.9%	18.4%	27.8%	44.8%
白银 (现货美元 / 盎司)	19.14	5.1%	7.2%	23.0%	21.2%
铜 (美元 / 吨)	6,378.75	6.2%	3.7%	6.3%	3.5%
原油 (WTI 现货 / 桶)	40.75	3.8%	-33.3%	-29.3%	-40.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.28	5.2%	-34.4%	-32.7%	-39.8%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.73	-1.4%	-21.2%	-25.2%	-37.4%

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	0.615%	-4.1	-130.2	-148.8	-224.3
加拿大 10 年期债券	0.505%	-2.3	-119.7	-108.2	-163.3
英国 10 年期债券	0.139%	-3.3	-68.3	-68.2	-114.1
德国 10 年期债券	-0.465%	-1.1	-28.0	-22.1%	-82.8
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	1.18%	0.7%	6.9%	9.9%	17.7%
美国投资级企业债券	2.01%	1.8%	6.9%	12.0%	22.4%
美国高收益企业债券	6.22%	1.9%	-2.0%	1.7%	9.0%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	96.3080	-1.1%	-0.1%	-1.1%	1.9%
加元 / 美元	0.7368	0.0%	-4.3%	-3.6%	-3.2%
美元 / 加元	1.3572	0.0%	4.5%	3.7%	3.3%
欧元 / 美元	1.1384	1.3%	1.5%	1.5%	-2.8%
英镑 / 美元	1.2553	1.2%	-5.3%	1.2%	-5.2%
澳元 / 美元	0.6972	1.0%	-0.7%	-0.6%	-6.0%
美元 / 日元	107.2800	-0.6%	-1.2%	-0.9%	-4.5%
欧元 / 日元	122.1300	0.7%	0.3%	0.6%	-7.1%
欧元 / 英镑	0.9069	0.1%	7.2%	0.4%	2.5%
欧元 / 瑞郎	1.0760	1.1%	-0.9%	-2.8%	-7.8%
美元 / 新加坡元	1.3925	-0.1%	3.5%	2.5%	2.2%
美元 / 人民币	6.9902	-1.0%	0.4%	1.7%	4.5%
美元 / 墨西哥比索	22.4263	-2.5%	18.5%	17.4%	19.2%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3263	-2.6%	32.2%	41.0%	38.0%

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 7 月 16 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 0.73, 表示 1 加元可兑换 0.73 美元。加元兑美元的回报为 -4.3%, 表示本年迄今加元兑美元下跌了 4.3%。美元 / 日元为 107.28, 表示 1 美元可兑换 107.28 日元。美元兑日元回报为 -1.2%, 表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.2%。

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

Meika McKelvey – 加拿大多伦多

meika.mckelvey@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Mikhial Pasic, CFA – 加拿大温哥华

mikhial.pasic@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

thomas.mcgarritty@rbc.com; RBC Europe Limited

Faisal Manji – 英国伦敦

faisal.manji@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： Mikhial Pasic, Sayada Nabi 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；Faisal Manji 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）。

评级分布—加皇资本市场有限公司股票研究
截至 2020 年 6 月 30 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]	776	51.63	238	30.67
持有[与板块持平]	635	42.25	130	20.47
卖出[跑输板块]	92	6.12	12	13.04

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：

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。