

# 全球 透视

## 周刊

## 美联储压低，我们逐高

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

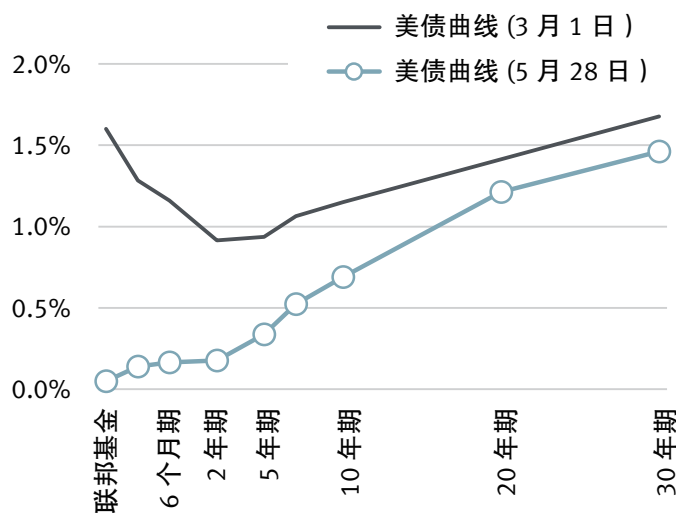
美联储掸去一种不起眼政策工具——收益率曲线控制的灰尘，准备加大力度将美债收益率维持在低位。因此我们将目光投向收益率仍处高位的领域，即高收益率企业债券，我们对该领域的看法转向乐观。

尽管美国利率为零，美债收益率也接近纪录低点，美联储显然正在寻找更多确保这种情况持续下去且持续更长时间的方式。本周纽约联储主席 John Williams 成为媒体关注的焦点，他证实下一个考虑中的政策工具可能是收益率曲线控制。Williams 在接受彭博社采访时表示：“我认为收益率曲线控制是一种工具，可以补充——可能补充——前瞻指引和我们的其它政策行动。所以这显然是我们正在认真考虑的事情。”

收益率曲线控制计划的基本框架是美联储将美债收益率曲线上的某一点设为特定收益率目标，承诺根据需要买入或卖出任意数量的国债，从而将收益率固定在特定水平。他提到的其它国家是日本，该国以 0% 的 10 年期收益率为目标，以及近期以 0.25% 左右的 3 年期国债收益率为目标的澳大利亚。

实际上，美联储过去曾经使用过收益率曲线控制，尤其是在二战期间为了使政府的战争融资成本保持在较低水平，美联储将长期国债收益率的上限设定在 2.5% 左右。但考虑到美联储的当前处境，该策略也许实际上在某种程度上比目前美联储无限制的量化宽松计划更加可取。

美联储可能会如何重塑收益率曲线？



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

### 市场脉搏

- 3 美国失业状况的一丝慰藉
- 3 新冠肺炎疫情对加拿大“六大”银行业绩的影响
- 4 欧盟计划设立复苏基金重振欧洲经济
- 4 美中香港问题之争

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年5月28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5月28日17:46；传播：美国东部时间2020年5月28日17:55



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。

## 成功的代价

在量化宽松政策下，央行只是希望通过大量买入证券驱动市场和收益率，从而实现基本上不明确的目标。而通过收益率曲线控制，央行在达到既定目标时买入即可。在 1942 年宣布收益率曲线目标时，实际上随后几年美联储并未大量买入，收益率却仍能得到控制。目前美联储的资产负债表已经超过 7 万亿美元，美联储可能正在寻找一种成本效率更高的方式通过低借贷利率刺激经济。

当然，Williams 接着表示，考虑到当前处于低收益率状态，该工具可能几乎没有什么影响。如第一页图表所示，由于市场预期美联储将在较长一段时间内维持零利率政策，小于两年期的美债收益率曲线基本平坦。现阶段前瞻性指引可能仍是美联储的主要工具，但如果美联储延续这种路线，我们认为收益率曲线控制计划可能会被用于降低从 5 年期左右开始的收益率。

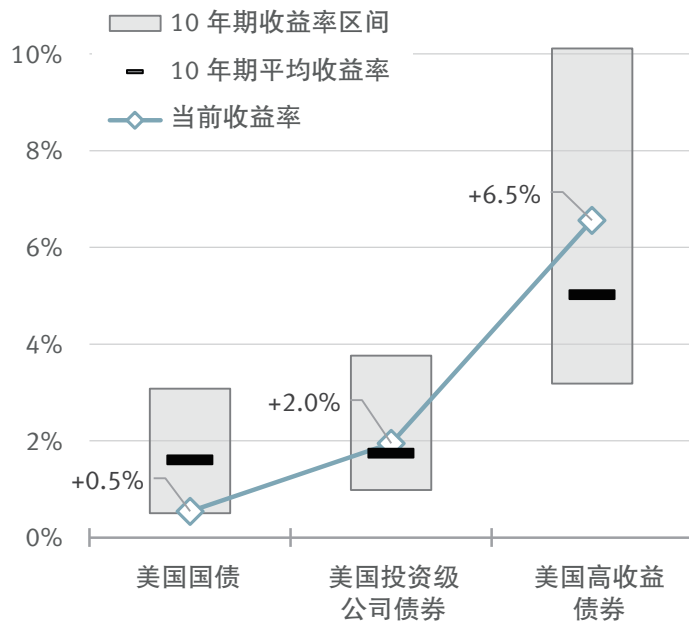
## 美国高收益企业债券提升前景

在美联储加大力度维持低收益率的情况下，我们将目光投向收益率仍处于高位的领域。对债券投资者而言，评估估值的关键指标是相对于无风险美债的收益率补偿。由于我们认为美国高收益企业债券仍处于诱人的历史高位，现在对在 3 月中旬市场抛售达到峰值时转向中性这个领域的看法已转向乐观。

如右图所示，美债指数的平均收益率处于历史最低水平，仅为 0.50%。投资者可以转投美国投资级企业债券，获得较可比美债高出 2% 的收益率，尽管这种收益率优势大约相当于 10 年期均值，现阶段 2.5% 的整体收益率与 2.2% 的纪录低点相去不远。另一方面，目前高收益企业债券较可比美债收益率高出 6.5%，远高于约 5% 的 10 年期均值，整体指数收益率接近 7%，同样高于过去 10 年的均值。

当然风险依然存在，尤其是根据彭博社的数据，今年迄今美国企业破产数量已增至近 100 家，为全球金融危机最严重时期以来的最高增速。不过，我们认为风险回报系数 (risk-reward profile) 仍具有吸引力，这在一定程度上是基于持续的货币和财政刺激支持，以及企业能够通过仍对企业开放的资本市场发债来支撑流动性状况。自 3 月以来债券遭到低价

## 美国高收益企业债券收益率仍高于平均水平



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；显示投资级和高收益指数收益率相对美债指数收益率的优势

抛售 (比美债高 10%) 的公司数量减少近半，目前有 463 家公司处于较高风险水平。

从投资组合的角度来看，加拿大皇家银行财富管理的资产配置指南建议在 60% 股票和 40% 的典型固定收益投资组合中，包含 3% 的高收益企业债券中性配置；我们新的增持建议是配置 5%。但正如任何风险导向型投资一样，我们认为多元化仍是关键，特别是在大流行疫情严重程度和持续时间仍高度不确定的情况下。

## 咒语剧本

在某种程度上，这可能正是美联储希望投资者去做的事情，并明显呼应 2008 年全球金融危机后零利率政策期间席卷市场的“追求收益 (reach for yield)”环境。但在高收益企业债券的估值与当前环境类似的 2009 年 12 月，该领域在次年提供了超过 15% 的总回报，甚至超过涨幅仅略高于 11% 的股票，随着经济开始复苏，我们预计 2020 年下半年仍将延续这种趋势。因此，由于美联储重拾老剧本，或许“不要与美联储作对”的旧咒语也会再次适用。



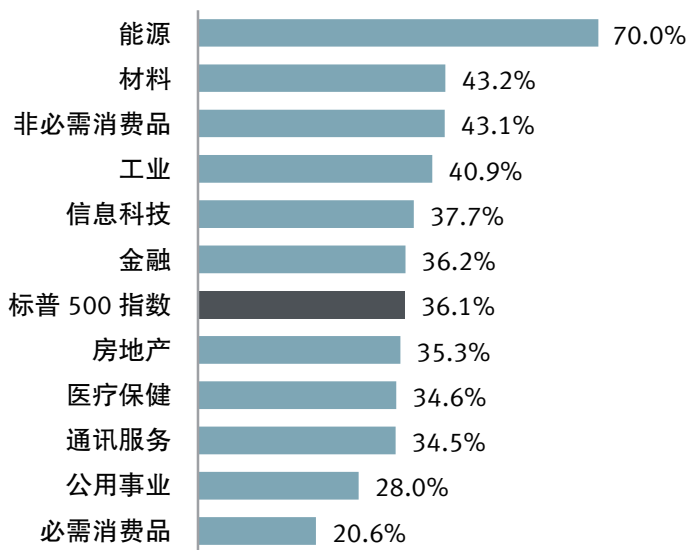
## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周迄今美国股市大体走高，并突然由成长股转向价值股领涨。**最近几天，以价值股为主的道琼斯工业平均指数和罗素 2000 指数分别跑赢以成长股为主的纳斯达克指数近 3 个和 4 个百分点。**推动转向价值股的是金融和工业板块**，本周迄今为止涨幅已接近双位数。这两个板块分别较 3 月低点反弹了 36% 和 41%。其它处于反弹中的领先板块包括非必需消费品、能源和房地产领域的房地产投资信托基金 (REIT)。滞后板块主要包括抗跌的消费必需品和公用事业股，它们曾在跌价抛售期间提供下行保护。
- 在一季度财报季结束时，**2020 年标普 500 指数盈利预期似乎已在 128 美元左右企稳。**继 3 月和 4 月快速下调之后，5 月的业绩预期在整个财报季的核心阶段相当稳定。鉴于 2020 年盈利预测较年初时 178 美元的水平下调了 28%，而且可能会进一步恶化，我们要特别指出的是最频繁下调的时期似乎已经成为过去。这是由于我们坚信大幅下调是

## 周期性导向型板块引领市场反弹

3 月 23 日标普 500 指数低点以来涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 5 月 27 日

疫情引发衰退导致预期以空前速度调整的结果。盈利进一步下滑以及由此导致股市下跌都有可能；不过我们相信**未来的调整将比初期冲击更加温和**，因为经济已经发生恶化并正逐步改善（尽管起点较低）。

- **失业人数继续大幅上升**，5 月 28 日时本周新增申请失业救济人数达 210 万，约为新冠肺炎疫情前的 10 倍。不过，令人稍感欣慰的是本周初请失业金人数较上周减少 30 万人，**实际领取失业金的总人数则减少 390 万至 2110 万人。**这仍远高于 2009 年时 650 万人的峰值。最后，考虑到近期失业率空前飙升的特点和未来路径的不确定性，市场难以评估未来失业趋势的潜在影响。展望未来，我们相信**降速而不是痛苦的绝对失业率水平将成为决定市场结果最重要的因素。**



## 加拿大

Arete Zafiriou 和 Meika McKelvey – 多伦多

- **本周加拿大“六大”银行公布了 2020 年二季度财报。**反映银行为弥补不良贷款可能造成损失而拨备的**信贷损失准备金大幅增加**，体现了新冠肺炎疫情的影响和油价的持续压力。公布的普通股一级资本比率 (CET 1)(银行资本的衡量标准) 全面持平或下降，但仍高于发行股票成为紧迫短期担忧的水平。截至 4 月 30 日的季度调整后每股收益 (EPS) 较前一季度的降幅在 40%-71% 之间。正如华尔街所预期的那样，**所有六家银行均维持派息**，盈利下降使得一些银行的派息率高于 100%。我们认为股息在一系列下行情况下均可持续，部分原因在于我们假设在资本面临挑战、需要考虑减少派息的情况下，银行更有可能发行股票。**财报结果使得本周加拿大银行股出现反弹，但在 2020 年仍将落后于大盘。**截至 5 月 28 日，标普多伦多综指迄今已下跌 9%，标普多伦多加拿大银行分类指数则下跌了 16%。
- **本周是加拿大央行行长波洛兹 (Stephen Poloz) 在 6 月 2 日退休前的最后露面**，他在阿尔伯塔大学 (University

of Alberta) 发表了一次个人演讲，还由高级副行长 Carolyn Wilkins 的陪同在联邦参议院财政委员会 (Senate Committee on National Finance) 发表了讲话。波洛兹坚持自己较为乐观的看法，相信**经济前景可能会更加接近加拿大央行在 4 月货币政策报告中所说的较为乐观的情景**，预计到今年年底时将仅略低于 2019 年四季度时的 GDP 水平。在货币政策方面，他维持当前隔夜利率处于有效下限 (0.25%) 的立场，而这将延缓对负利率的预期，不过他重申**必要时加拿大央行将会采取更多行动**。6 月 3 日将是 Tiff Macklem 担任加拿大央行行长后的第一次利率会议，市场预期不会有重大的政策变化。



## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **欧盟委员会提出了一项 7500 亿欧元 (超过欧盟 GDP 的 6%) 的复苏基金计划**，以促进受疫情影响最严重地区和行业的复苏。该提案在最近法德提案要求拨款 5000 亿欧元的基础上，额外增加 2500 亿欧元作为贷款发放。该基金将会**增加欧盟 2021-2027 年间的七年预算**。除了这项联合应对措施以外，危机初期各国政府已对本国经济采取大规模刺激措施，欧洲央行也推出了大规模的货币刺激方案。
- **欧盟委员会的目标是发行在较长期间偿还的债券**，这些债券的偿还有赖于针对碳排放、一次性塑料制品和数字化公司的新征税收收入。
- **欧洲三位资深政界人士在经济救援问题上态度一致**，表明他们**已经认识到形势的严重性以及欧盟联合应对的必要性**。此外，该提案朝着分担风险和扩大财政联盟迈出了一步。如果该计划得以采纳，将对欧洲风险资产形成支撑，欧元区外围国家的利差扩大幅度也有望缩小。
- **不过该提案在很大程度上只是一个起点**。包括如何将拨款与经济改革挂钩的更多讨论将在 6 月中旬的欧盟峰会上进行。最后，我们预计下半年将会通过该提案的缩水版。



## 亚太区

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

- 本周亚太股市普遍走高，其中日本和澳大利亚领涨。由于新冠肺炎新增病例继续减少，**日本政府解除了国家紧急状态**。经济学家们开始将其对二季度日本 GDP 增幅非常微弱的预测小幅向上调整。日本首相安倍晋三的内阁批准了 117 万亿日元 (1.1 万亿美元) 的经济救助计划。这项新方案将使得日本经济刺激支出总额达 234 万亿日元 (2.2 万亿美元)，大约相当于 GDP 的 40%。
- **澳大利亚财政部当前预计就业维持计划 (JobKeeper) 工资补贴方案将耗资 700 亿澳元，少于最初预计的 1300 亿澳元**。财政部预计获得补贴的澳大利亚人将会有所减少，部分原因在于“卫生限制措施的程度和影响”不像预期的那样严重或持久。与此同时，来自澳新银行 (Australia and New Zealand Banking Group) 以及澳洲联邦银行 (Commonwealth Bank of Australia) 的最新信用卡支出数据显示零售支出开始改善。这些数据提振了澳大利亚“四大”银行，其股票领涨澳大利亚股市。
- 全国人大发布的**中国《2020 年政府工作报告》要点：取消 2020 年 GDP 增长目标**；今年的重点将是支持就业；财政赤字目标提高到 3.76 万亿元 (GDP 的 3.6%)。观察人士指出，全国人大宣布的经济刺激计划在很大程度上未能达到市场预期。
- 根据美国法律的界定，**美国国务院得出结论称香港不再享有从中国获得的自治权**，这可能导致美国改变或取消香港享有的特权。**此前中国立法机构就一项决议展开辩论，该决议将授权北京为香港制定全新的《国家安全法》**。彭博社报道称中国立法机构于 5 月 28 日批准了该决议，但可能需数月厘清有关颠覆、分裂国家、恐怖主义和外国干涉等法律的细节。如果美国根据美国法律决定取消香港的特殊待遇，我们认为**香港可能会失去获得美国敏感技术的渠道，并面临美国关税威胁**。我们认为短期经济损失基本可控，不过会加速侵蚀香港作为国际商业中心的地位。



## 市场行情

数据截至 2020 年 5 月 28 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	3,029.73	4.0%	-6.2%	8.1%	11.3%
道琼斯工业平均指数	25,400.64	4.3%	-11.0%	0.2%	2.6%
纳斯达克指数	9,368.99	5.4%	4.4%	23.2%	26.0%
罗素 2000 指数	1,400.67	6.9%	-16.1%	-6.9%	-13.9%
标普 / 多伦多综合指数	15,262.73	3.3%	-10.6%	-6.3%	-4.7%
富时全股指数	3,437.30	5.4%	-18.1%	-13.6%	-19.2%
欧洲斯托克 600 指数	355.47	4.5%	-14.5%	-5.4%	-8.8%
欧洲斯托克 50 指数	3,094.47	5.7%	-17.4%	-7.6%	-11.1%
恒生指数	23,132.76	-6.1%	-17.9%	-15.5%	-24.9%
上证综指	2,846.22	-0.5%	-6.7%	-2.2%	-9.2%
日经 225 指数	21,916.31	8.5%	-7.4%	3.1%	-2.5%
印度 Sensex 指数	32,200.59	-4.5%	-21.9%	-19.0%	-8.4%
新加坡海峡时报指数	2,515.24	-4.2%	-22.0%	-20.5%	-28.5%
巴西 Ibovespa 指数	86,949.10	8.0%	-24.8%	-9.8%	15.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,508.14	0.1%	-16.2%	-13.5%	-18.6%
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)	1,718.55	1.9%	13.3%	34.3%	32.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.37	16.1%	-2.7%	21.0%	5.5%
铜 (美元 / 吨)	5,226.75	1.3%	-15.0%	-12.0%	-23.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	33.71	78.9%	-44.8%	-43.0%	-50.4%
原油 (布伦特现货 / 桶)	35.07	38.8%	-46.9%	-50.0%	-53.4%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.83	-6.3%	-16.6%	-29.3%	-37.9%

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	0.697%	5.7	-122.1	-156.9	-223.5
加拿大 10 年期债券	0.563%	1.6	-113.9	-101.3	-174.1
英国 10 年期债券	0.210%	-2.1	-61.2	-70.7	-111.1
德国 10 年期债券	-0.419%	16.7	-23.4	-25.8	-76.3
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	1.39%	0.2%	5.2%	9.9%	16.8%
美国投资级企业债券	2.46	1.1%	2.5%	10.2%	18.2%
美国高收益企业债券	7.07%	3.9%	-5.2%	0.3%	6.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	98.4730	-0.5%	2.2%	0.5%	4.3%
加元 / 美元	0.7260	1.2%	-5.7%	-2.0%	-5.7%
美元 / 加元	1.3774	-1.2%	6.0%	2.1%	6.0%
欧元 / 美元	1.1075	1.1%	-1.2%	-0.8%	-4.7%
英镑 / 美元	1.2317	-2.2%	-7.1%	-2.7%	-7.5%
澳元 / 美元	0.6637	1.9%	-5.5%	-4.1%	-12.0%
美元 / 日元	107.6200	0.4%	-0.9%	-1.6%	-1.6%
欧元 / 日元	119.1900	1.5%	-2.1%	-2.4%	-6.3%
欧元 / 英镑	0.8991	3.4%	6.3%	1.9%	3.0%
欧元 / 瑞郎	1.0679	1.0%	-1.6%	-5.0%	-7.6%
美元 / 新加坡元	1.4176	0.5%	5.3%	2.8%	5.6%
美元 / 人民币	7.1455	1.2%	2.6%	3.4%	11.7%
美元 / 墨西哥比索	22.2070	-8.1%	17.3%	15.7%	13.3%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3879	-1.8%	33.7%	42.6%	44.3%

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 5 月 28 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 0.72，表示 1 加元相当于 0.72 美元。加元兑美元回报为 -5.7%，表示年初至今加元兑美元下跌了 5.7%。美元 / 日元为 107.62，表示 1 美元可兑换 107.62 日元。美元兑日元的回报为 -0.9%，表示年初至今美元兑日元下跌了 0.9%。

## 作者

**Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯**  
tom.garretson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

**Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯**  
benjamin.graham@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

**Arete Zafiriou – 加拿大多伦多**  
arete.zafiriou@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

**Meika McKelvey – 加拿大多伦多**  
meika.mckelvey@rbccm.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：** Arete Zafiriou 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；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 2020 年 3 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]	755	51.64	220	29.14
持有[与板块持平]	619	42.34	126	20.36
卖出[跑输板块]	88	6.02	11	12.50

## 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。**