

# 全球 透视

## 周刊

### 氛围有变

Frédérique Carrier – 伦敦

过去几年欧洲的美好光景受到考验。而当新冠肺炎疫情来袭，它又面临新的威胁。但近期的三个积极发展势头或将一改欧洲大陆的局面，我们也因而更加看好欧洲股市。

由于欧洲大陆似乎正在取得几项关键进展，我们将对欧洲股市的看法由减持上调为观望。

有两件事尤其能说明摆脱现状。首先，欧盟提出共同应对的倡议，向受新冠肺炎疫情影响最严重的国家伸出援手，这标志着欧盟向增强财政联盟迈进一步。其次，德国已经一改过去的吝啬，开始欣然拥抱财政支出。更重要的是，二者都是在欧洲央行实施非常宽松的货币政策的背景下发生的。

#### 危机让人齐心

老话说得好，危机往往会让人同心同德。这无疑在整个欧洲得到了证实。今年3月意大利北部成为首个新冠肺炎危机中心，每日新增病例持续上升，情况开始失控。当病毒横扫欧洲大陆时，各国实施了封锁措施。

各国政府迅速做出反应，出台了支持各自经济的支出计划，其中一些计划尤为雄心勃勃。欧洲央行宣布了新的量化宽松计划。

但金融市场对此反响平平。风险在于，如果整个欧盟不集体做出反应，受危机影响最大的国家明显不团结，就有可能助长反欧盟情绪。毕竟，如果在经济困难时期遭到抛弃，为什么还要放弃对本国货币的控制，遵守欧盟的规则呢？

#### 恶化苗头减弱

意大利与德国 10 年期主权债券收益率息差



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 6 月 24 日

#### 市场脉搏

- 3 波动率飙升是标普 500 指数未来回报的好兆头
- 3 加拿大失去 AAA 信用评级
- 3 英国和欧盟经济活动出现令人鼓舞迹象
- 4 韩国抗击新的病毒集群

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 6 月 25 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 6 月 25 日 16:01；传播：美国东部时间 2020 年 6 月 25 日 16:45



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。

欧洲领导人似乎已经注意到了这些呼吁,并理解局势不稳定。最近三项决定的共同作用很可能会改变该地区的游戏规则。

### 可观的联合复苏基金

经过多次犹豫不决之后,欧盟委员会提议成立 7500 亿欧元的基金(超过欧盟 GDP 的 6%),从而支持受打击最严重地区的复苏。该提案获得法国和德国的大力支持,标志着德国的态度明显转变。迄今为止,德国一直不愿将其节省下来的资金用于整个欧盟的利益。

根据提案,该基金将推高 2021-2027 年的欧盟预算,提供约 5000 亿欧元的拨款和 2500 亿欧元的贷款。在联合应对之前,各国政府已在危机初期出台了针对本国经济的大规模刺激措施,欧洲央行也推出了庞大的货币刺激方案。

由于欧盟委员会希望在泛欧洲层面上发行债券,该提议向风险分担和深化财政联盟迈进了一步。从长远来看,这些债券将通过针对碳排放、一次性塑料和数字公司的新征税收进行偿还。

不过,我们认为这项提议在很大程度上仍是个起点。虽然原则上已经达成一致,但仍存在诸多争议,包括基金的规模、贷款和拨款分配,以及如何将拨款与经济改革的要求挂钩。

所有欧盟成员国将在未来几周进行谈判。在德国担任为期六个月的欧盟轮值主席国之际,德国总理默克尔(Angela Merkel)似乎有意推动该提案获得通过。她在国内享有很高的声望,并由于德国的死亡人数特别少、成功控制了这场健康危机而在欧洲大陆赢得很多尊重,这些都将助她一臂之力。我们预计最终被采纳的提案将是一个稍打折扣的版本。

### 德国的巨大转变

最令金融市场吃惊的莫过于德国在紧缩财政立场问题上的转变。长期以来,市场一直认为欧洲经济增长乏力的根源之一是该国坚定地维持财政紧缩政策。

6月默克尔宣布了第二轮刺激计划,规模接近 GDP 的 4%,旨在推动德国经济复苏。今年 3 月已经出台了首个类似金额的一揽子方案。在注入资金的同时还采取了其它措施,包括提供贷款担保,担保金额超过了 GDP 的 30%。德国财政文化发生如此 180 度的变化在今年年初时是不可想象的。

### 欧洲央行充当经济后盾

所有这些都发生在欧洲央行确保欧洲金融体系的资金流动之时。经历最初的胆小、不足和应对危机令人失望,以及沟通不当导致外国国家和德国之间 10 年期主权债券收益率息差飙升之后,6 月欧洲央行将大流行病紧急购买计划(PEPP)的购买规模扩大 6000 亿欧元,达到 1.35 万亿欧元,大约相当于欧元区 GDP 的 10%。

欧洲央行的最新举措比普遍预期的更为激进,不仅是在规模上,还将 PEPP 的购买期限至少延长至 2021 年年中。此外,欧洲央行行长拉加德(Christine Lagarde)强调欧洲央行将在它“判断冠状病毒危机阶段已经结束”之前持续购买资产,相当于承诺欧洲央行将在经济遭遇第二波冲击时予以支持。

### 解决结构性问题

长期以来,投资者一直批评欧元区缺乏共同的财政政策来配合其共同的货币政策。他们还将矛头指向了德国的财政清廉。但有关当局现在似乎已经解决了这两个问题。相应地,我们也将对欧股的看法上调为观望。

我们认为近期的这些发展势头确实前景看好。受此影响,欧元区外围国家和德国 10 年期国债收益率息差收窄,欧元兑美元汇率升至 12 周高位。然而该地区仍面临非常严重的衰退,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 认为今年该地区 GDP 萎缩幅度将逾 10%。最近采购经理人指数(PMI)等经济活动指标强劲反弹,但现在宣布该地区将出现“V 型”复苏还为时过早。Lascelles 预计 2021 年的增速为 3.6%。

尽管如此,现在看来前景更加光明,因为这些发展势头有望支撑复苏。就欧股而言,我们继续看好医疗保健板块,人口老龄化和全球医疗保健支出增长将支撑该行业的前景,同时也看好重点发展可再生能源的公用事业,因为各国政府希望通过更加注重绿色和可持续投资来刺激新冠肺炎疫情后的经济。

我们还注意到欧洲为“优质周期股”提供了丰盛的猎场。我们认为工业板块中受益于长期趋势的部分公司具有吸引力。与此同时,尽管近期存在风险,非必需消费品领域的奢侈品和体育用品类别的长期基本面似乎也具有结构性吸引力。



## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周美国股市普遍走低**，这主要是由于6月24日跌幅超过2%所致。**纳斯达克指数成为本周唯一上涨的主要股指**。该指数跑赢标普500指数和罗素2000指数约1.2个百分点。经济敏感型道琼斯工业股票平均价格指数在这四个指数中表现最差。科技和非必需消费品板块成为主要领涨板块；这也是本周迄今仅有的两个走高的板块。滞后板块包括工业和能源等周期性导向板块。
- 尽管已自3月高点下降，跟大衰退后时期相比**芝加哥期权交易所(CBOE)波动率指数(VIX)仍处于高位**。该指数一路攀升至3月18日的85，然后在6月5日降至新冠肺炎疫情爆发以来的低点24，此后小幅反弹，当前水平已高于30。**但如果参考与当前波动率相近的时期展望未来12个月的后市，标普500指数的未来回报将远高于平均水平**。具体来说，VIX指数至少为30后的12个月平均回报率为20.6%。这高于标普500指数12个月期平均回报率9.1%。不过短期来看，比如说一个月和三个月的期间，未来回报率高于平均水平的幅度要小得多。换一种与新冠肺炎疫情和大选年的情况非常吻合的方式来说，从现在起的12个月股市应该会有所走高，但短期走势尚不明朗。
- 从经济的角度来看，**初请失业金人数延续了近期略高于预期的模式**，报告中的148万人多于普遍预期的133万人。尽管初请失业金人数达到令人瞩目的1950万人，但仍远低于预期，成为累计初请失业金人数的一线希望。



## 加拿大

Ryan Harder – 多伦多

- 在惠誉将加拿大主权债务评级下调至AA+之后，本周**加拿大痛失AAA评级**，反映出“冠状病毒疫情导致

## 历史上波动率上升有利于未来回报

标普500指数在VIX指数触及30之后的数月出现回升

		远期回报			
		6个月期	12个月期	18个月期	24个月期
VIX 大于 30 时	平均	12.1%	20.6%	25.8%	34.4%
	高	50.2%	69.3%	63.3%	95.1%
	低	-36.3%	-40.8%	-41.4%	-32.3%
	正面	83.1%	88.4%	88.7%	89.0%
所有时期平均		4.29%	9.06%	13.78%	19.10%

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet、彭博社；数据自1990年至2020年6月25日

2020年加拿大公共财政恶化”。虽然与发达国家相比联邦债务水平较低，但**省级债务往往相当庞大**，最终对联邦财政造成间接负担。惠誉估计2020年加拿大政府综合债务将达到GDP的115%，较2019年的88%大幅上升。此外加拿大消费者债台高筑，相对可支配收入而言，加拿大是世界上人均负债最高的国家之一。尽管如此，**市场对政府债券收益率和加元评级下调反应平静**，因为考虑到联邦政府出台大规模财政刺激措施，评级最终会被下调基本上已在预料之中。

- **自3月中旬遭到深幅抛售以来，加拿大债券的表现一直令人瞩目**。3月加拿大央行和美联储首次以空前规模购买资产和其它货币政策支持进行干预，使得信贷息差持续收窄。信贷息差代表着投资者投资存在信用风险的债券所获得的高于政府债券水平的额外收益。更容易进入资本市场使得企业能够通过发行新债来满足其额外的流动性需求，而这些企业正是这样做的，今年市场上的新发企业债券供应量已达到创纪录水平。即使是在遭受重创的能源等行业，**许多借款人现在发行债券的票息已经类似或低于年初时发行的新债**，因为同期政府债券收益率下降已经完全抵消了信贷息差扩大。





## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **整体风险规避情绪令本周欧洲和英国股市双双下挫**，跌幅高达 3%，此后在 6 月 25 日基本收平。
- **经济活动指标令人鼓舞**，呈现强劲反弹之势，尽管在经济重启一段时间后（欧洲两个月，英国一个月）多数经济体仍处于萎缩状态。
- 6 月 IHS Markit 欧元区综合采购经理人指数 (PMI) 连续第二个月上升，达到 47.5 的水平，高于 5 月的 31.9。在此期间服务业 PMI 飙升至 47.3，而由于全球需求持续疲软，制造业 PMI 上升势头较弱。由于在 6 月大幅放松封锁措施，**法国表现突出，制造业和服务业 PMI 均高于 50，处于扩张区间。**
- **英国的综合 PMI 为 47.6，高于前一个月的 30**，呼应上周零售销售出现的信号，表明随着经济开始重启，生活恢复至接近正常水平，初期反弹将是强劲的。
- **这些经济活动指标大幅反弹令人鼓舞**，不过由于各个经济体重启和出现改善的基数非常低，**在复苏的初始阶段并不令人意外。**加拿大皇家银行资本市场的经济学家指出，

由于新冠肺炎疫情感染人数激增，亚洲股市反弹失速  
年初至今涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 6 月 24 日

一旦放松管制措施达到稳定状态，经济活动的复苏很可能会大幅放缓。



## 亚太区

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

- 由于担心全球新冠肺炎病例激增，本周亚太股市在重压之下普遍出现下挫。韩国、日本和澳大利亚的某些城市报告的每日新增感染病例数量所有上升。与此同时，中国宣布北京的疫情已经得到控制。
- 曾是抗击新冠肺炎疫情榜样的**韩国宣布正在抗击**由五一假期引发的**第二波感染**。在出现新的集群病例后，官方重新实施了部分社交疏离措施，过去一周报告的多数病例均来自国内。首尔市长周一警告说，如果首尔的感染人数仍居高不下，首尔**可能不得不重新采取严格的隔离措施**。
- 在发生 45 年来首次致命的边境军事冲突之后，**中国和印度同意缓和边境争议地区的紧张局势**。历史上边境冲突通常发生在夏季，不会持续太久，政治或贸易立场的溢出效应也很有限。**如果局势演变成贸易冲突，我们认为印度将处于不利地位**，因为它更依赖从中国进口商品。
- 由于政府在疫情期间寻求新的治理任期，**新加坡将于 7 月 10 日举行大选**。作出该决定的背景是该国新冠肺炎疫情形势稳定，以及宪法要求在 2021 年 4 月前举行大选。**从历史上看，大选对国内股市的表现几无影响**，我们预计这次也不会有什么不同。与此同时，分析人士大多预计执政党将继续执政。
- 由于家具连锁店 Nitori Holdings(9843 JP) 和休闲时尚零售商 Shimamura Co.(8227 JP) 公布的 6 月销售额同比呈双位数增长，**可能表明当地顾客存在潜在需求**，周三日本零售商的股价出现上涨。



## 市场行情

数据截至 2020 年 6 月 25 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	3,083.76	1.3%	-4.6%	5.7%	13.5%
道琼斯工业平均指数	25,745.60	1.4%	-9.8%	-3.0%	6.2%
纳斯达克指数	10,017.00	5.6%	11.6%	27.0%	33.0%
罗素 2000 指数	1,413.32	1.4%	-15.3%	-7.1%	-14.7%
标普 / 多伦多综合指数	15,446.14	1.7%	-9.5%	-5.7%	-4.6%
富时全股指数	3,401.43	1.1%	-18.9%	-16.0%	-18.0%
欧洲斯托克 600 指数	359.74	2.7%	-13.5%	-6.2%	-4.6%
欧洲斯托克 50 指数	3,218.91	5.5%	-14.1%	-6.5%	-4.5%
恒生指数	24,781.58	7.9%	-12.1%	-12.1%	-14.4%
上证综指	2,979.55	4.5%	-2.3%	-0.1%	4.2%
日经 225 指数	22,259.79	1.7%	-5.9%	5.0%	-0.4%
印度 Sensex 指数	34,842.10	7.5%	-15.5%	-11.6%	-1.8%
新加坡海峡时报指数	2,590.15	3.2%	-19.6%	-21.6%	-20.6%
巴西 Ibovespa 指数	95,983.10	9.8%	-17.0%	-4.1%	35.3%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	37,734.52	4.5%	-13.3%	-13.8%	-19.3%
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)	1,762.71	1.9%	16.2%	23.8%	39.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.77	-0.5%	-0.5%	15.6%	8.8%
铜 (美元 / 吨)	5,856.50	9.4%	-4.8%	-2.8%	-13.2%
原油 (WTI 现货 / 桶)	38.67	9.0%	-36.7%	-32.9%	-46.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	41.57	17.7%	-37.0%	-36.1%	-44.4%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.45	-21.8%	-33.9%	-37.3%	-50.5%

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	0.684%	3.1	-123.4	-130.1	-219.6
加拿大 10 年期债券	0.532%	-0.2	-117.0	-90.5	-156.1
英国 10 年期债券	0.154%	-3.0	-66.8	-64.0	-114.0
德国 10 年期债券	-0.468%	-2.1	-28.3	-13.7	-79.5
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	1.30%	0.4%	5.9%	8.6%	17.3%
美国投资级企业债券	2.19%	1.6%	4.7%	9.4%	21.2%
美国高收益企业债券	6.57%	2.0%	-2.8%	1.2%	8.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.3750	-1.0%	1.0%	1.3%	3.3%
加元 / 美元	0.7326	0.9%	-4.8%	-3.5%	-2.6%
美元 / 加元	1.3650	-0.9%	5.1%	3.7%	2.7%
欧元 / 美元	1.1218	1.1%	0.0%	-1.3%	-4.2%
英镑 / 美元	1.2416	0.6%	-6.3%	-2.2%	-6.5%
澳元 / 美元	0.6882	3.2%	-2.0%	-1.1%	-7.2%
美元 / 日元	107.1600	-0.6%	-1.3%	0.0%	-2.4%
欧元 / 日元	120.2100	0.4%	-1.3%	-1.3%	-6.4%
欧元 / 英镑	0.9035	0.4%	6.8%	0.9%	2.5%
欧元 / 瑞郎	1.0640	-0.3%	-2.0%	-4.1%	-7.9%
美元 / 新加坡元	1.3913	-1.6%	3.4%	2.7%	2.1%
美元 / 人民币	7.0782	-0.8%	1.7%	2.9%	8.2%
美元 / 墨西哥比索	22.6834	2.3%	19.8%	18.0%	14.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3613	0.5%	33.0%	41.9%	42.0%

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 6 月 25 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。加元兑美元回报为 -4.8%, 表示年初至今加元兑美元下跌了 4.8%。美元 / 日元为 107.16, 表示 1 美元可兑换 107.16 日元。美元兑日元回报为 -1.3%, 表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.3%。

## 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

## Ryan Harder – 加拿大多伦多

ryan.harder@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：** Ryan Harder 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 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。我们保留在什么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。**