2020 年 3 月 12 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

不确定性释放：评估冠状病毒对市场和经济的影响

Kelly Bogdanova – 旧金山

由于新冠肺炎已经正式成为大流行病，这种迅速变化的后果严峻的不确定性令市场陷入混乱。尽管衰退风险变得愈加真实，金融体系的压力远不及 2008-2009 年时的水平，美联储的刺激措施也层层加码。本期我们把脉当前市场和经济形势。

最近冠状病毒疫情迅速扩散，加上政府、央行、企业和其它实体的反应，尤其是原油价格暴跌，已经压垮了金融市场。过去几周市场和投资者需要消化的最新动向比正常情况下几个月出现的都要多，当然这些与流行病相关的事件非同寻常。

全球股市继续下跌，目前许多股市已进入熊市区间。标普 500 指数由 2 月中旬的最高点跌去 27%，美国以外的发达市场则由 MSCI 美国除外全球指数的近期高点下跌了 28%。

随着收益率下滑，固定收益市场一直难以摆脱流动性问题。因此，美联储在 3 月 12 日发布的一项流动性声明令市场感到意外。实际上美联储正在扩大现有的量化宽松计划，并通过每周 1 万亿美元的回购操作来提振流动性。此举旨在支撑美债市场，冠状病毒担忧导致流动性不足以及固定收益市场大市波动已经导致市场混乱。这种调整有助于短暂提振市场人气，但我们的固定收益策略师认为，美联储在原定 3 月 18 日举行的联邦公开市场委员会决策会议或更早地确定行动计划之前，这不过是权宜之计。

金融体系压力远未达到 2008-2009 年时的极限

彭博社金融情势指数

注：这些指数跟踪货币、债券和股票市场的整体金融压力水平，以帮助评估信贷可用性和成本。
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 3 月 12 日

市场脉搏

3 西雅图为美国经济前景提供线索
3 加拿大如何应对冠状病毒
4 英国央行和欧洲央行如何试图保护经济
4 中国经济面临需求冲击

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 3 月 12 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 3 月 12 日 17:31；传播：美国东部时间 2020 年 3 月 12 日 18:00

RBC 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。

政客们不应无动于衷

除了对央行的行动犹豫不决之外，金融市场对迄今为止公布的一些财政刺激计划也感到不满，尤其是来自华盛顿的计划。

我们认为美国联邦政府刺激措施的重要性怎么强调都不过分，因为全世界的市场参与者似乎都在关注这个问题。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 写道：“……我们认为股票投资者迫切希望尽快看到非常明确地转向财政刺激，从而阻止（美国）衰退恐慌。”

对共和党人和民主党人来说，妥协几乎总是具有挑战性，包括在危机时期，所以目前在如何解决冠状病毒危机方面的分歧也不足为奇。党派之争和个人恩怨处于当代最为糟糕的状态，而即将到来的选举使得事态更加复杂化。

不过我们认为美国领导人最终将祭出大胆的刺激计划。股市发出宜早不宜迟的强烈信号，时机很重要。在全球金融危机期间，联邦政府（和美联储）花了太长时间才认识到经济刺激的必要性，也花了太长时间才予以实施。我们认为在这场大流行期间，财政和货币当局越早采取大胆行动，美国和全球经济就能得到越好的缓冲。

财政刺激能解决冠状病毒问题吗？不可能，本质上这是一场公共卫生和医疗危机。但我们认为刺激措施可以在很大程度上减轻对经济的损害，尤其是从短期来看。

对盈利的冲击

从股市的角度来看，随着冠状病毒继续扩散以及有些公司开始改变经营方式，盈利预期也需要重新评估。由于风险加大，Calvasina 下调了对美国股市的预期。

Calvasina 将 2020 年标普 500 指数成份股公司的每股收益预期由 174 美元下调至 165 美元。她的预测假设美国二季度 GDP 出现负增长，并在三季度开始复苏。在这种情况下衰退可以避免，因为经济萎缩通常会至少连续两个季度出现负增长。由于利润前景黯淡，她将标普 500 指数年底目标价位由 3460 点下调至 3279 点。(3 月 12 日标普 500 指数收报 2480 点。)

如果经济活动最终持续萎缩并陷入全面衰退，Calvasina 估计企业利润将受到额外的重大冲击。在这种情况下，2020 年标普 500 指数成份股公司的每股收益可能会降至 149 美元，远低于她预测的 165 美元。与 2019 年的实际数据 163 美元相比，更加严峻的局面将意味着盈利增长同比下滑 8.6%。尽管也有可能出现这种情况，但这并非她的基本看法。

替代指标

由于冠状病毒冲击的外源和迅速特性，衡量衰退风险更具挑战性。通常情况下，我们注重的领先经济指标能够反映出美国经济疲软，并能很好地预测何时将会出现衰退，通常会提前 6 到 12 个月。但在这种情况下由于事态发展太快，传统数据的用处就没那么大了，即使是最好的先行指标也有所滞后。

因此，加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 认为重要的是分析“替代”数据，提供更多显示冠状病毒对国内经济潜在影响的实时指标。比如说，他正在研究交通流量和主要城市的地铁出行数量，从而估算消费者支出放缓的情况。通过这些数据和其它数据，他可以对美国人的消费模式建模。尽管他预计短期内消费将会遭受重大打击，却仍相信这种打击将是短暂的，GDP 将会出现一个季度的负增长。

不过有个忠告。如果冠状病毒未能在夏初停止扩散，经济衰退的风险将会显著上升。

冠状病毒问题不会很快消失

无论是否陷入衰退，未来数月冠状病毒疫情担忧都有可能会继续抑制投资心态。

我们仍认为如果 2020 年年底前美国经济能够避免衰退，那么美国、加拿大、英国、欧洲和亚洲股市都有可能在调整水平的基础上大幅上涨。

但由于企业和个人都忙于应对这场健康危机，美国经济衰退的风险正在上升，这加大了全球股市进一步波动和下行的可能性。

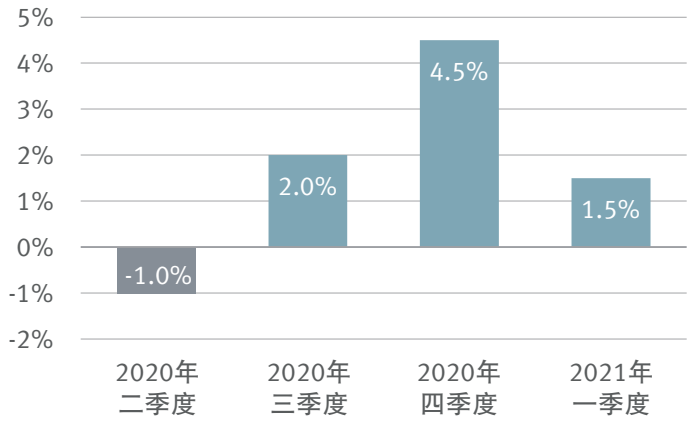
美国

Alan Robinson – 西雅图

- 大西雅图地区是美国首个报告集中出现大规模新冠肺炎病例的主要城市地区。我们认为**西雅图疫情的影响及其政策应对措施为了解全国性的潜在影响提供了线索**。西雅图商业中心的经济主要依赖于技术工人和游客，目前这两个群体均首当其冲地属于“宅家”一族。此外，使用西雅图港口的邮轮业已经事实上停止运营。道路交通流量因而减少了 30%-40%，餐馆关门大吉，其中部分将会永久关闭。
- 西雅图地区当局已经禁止超过 250 人的集会，所有学校均已关闭。由于医学专家发出的信息坦率清晰，人们普遍自觉遵守这些限制。随着病毒检测水平接近其它发达国家的水平，**我们认为美国许多其它主要城市也许会经历与西雅图类似的经济放缓**。
- 鉴于病毒感染的速度，我们认为**美国的经济数据尚未体现这种病毒的影响**。不过我们可以建立了解潜在经济影响的框架，使用诸如交通流量和旅行模式等替代数据。加拿大皇家银行资本市场有限公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 认为，这种**及时数据意味着 2020 年二季度美国经济将出现单个季度的收缩，并在四季度大幅反弹**（参见图表）。重要的是，他认为抵押再融资和能源价格下跌是消费者支出模式的潜在稳定器。
- 在世界卫生组织将新冠肺炎列为大流行之后，当周吉利德科学公司 (GILD) 成为关注焦点。投资者认为该公司的药物 remdesivir 是**治疗这种病毒的潜在药物，我们预计该药物的临床数据将在未来几周内公布**。不过，加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的生物技术分析师 Brian Abrahams 警告称病例报告仍喜忧参半，政府可能出台的刺激法案也可能会限制冠状病毒治疗的货币化。此外，竞争对手正加快尝试其它可能的疗法。不幸的是，研制安全的病毒疫苗似乎仍需数个季度之久。

我们的基本看法是美国经济萎缩将持续一个季度

美国实际 GDP 估算值（基本看法）



注：假设新冠肺炎疫情遵循典型的季节性流感模式
资料来源：加拿大皇家银行资本市场、加拿大皇家银行财富管理

加拿大

Arete Zafiriou 和 Sayada Nabi – 多伦多

- 3 月 11 日，加拿大联邦政府公布了应对冠状病毒大流行的初步计划。**加拿大总理特鲁多宣布将向全国各省拨款约 10 亿加元**，以期减轻全球疫情对经济的影响。政府表示计划的支出中约 5 亿美元将拨给各省卫生机构；2 亿加元将用于联邦公共卫生工作，包括资助病毒检测、原住民社区卫生服务、公共教育工作以及口罩等医疗用品；2.75 亿加元将用于病毒研究，包括疫苗和临床试验；另外还将提供 5000 万加元的国际援助，帮助其它国家应对疫情。
- **加拿大的旅游业、航空业和油气行业已经受到**新冠肺炎的**冲击**。截至 3 月 12 日，年初迄今标普多伦多综指航空业板块的跌幅达 46.9%，油气勘探和生产板块则下跌了 60.9%。
- 虽然新冠肺炎和石油价格战对加拿大经济的负面影响仍不确定，加拿大皇家银行经济研究部认为消费者需求和企业支出将受到直接影响，并预计如果美国疫情恶化，出口将会下滑。由于供应链短缺和劳动力中断可能会成为企业面临的挑战，加拿大皇家银行经济研究部认为**由于裁员、工作时间缩短和 / 或隔离而导致收入减少，消费者可能会因此控制支出**。如果再加上已经很高的家庭和企业债务水

平，加拿大皇家银行经济研究部预计加拿大经济受到的影响将进一步扩大，从而进一步限制加拿大人的借贷能力，平抑冲击。

- 特鲁多指出疫情已经影响到预算规划进程，暗示**政府可能会在** 3 月底公布的**预算中纳入额外的支持措施**。

欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 股市连连失守，本周迄今英国和欧洲股指跌幅均超 15%。尽管没有任何板块收于正向区间，必需消费品和医疗保健板块的表现相对较好。货币环境出现收紧迹象，这体现为意大利国债与德国国债的息差急剧扩大。**运动休闲服和体育用品制造商阿迪达斯宣布冠状病毒疫情很可能导致今年利润减半，投资者得以管窥全球企业未来可能的发展态势**。该公司一半的利润来自亚洲，四分之一则来自欧洲。该公司股价较 1 月高点下跌逾 40%。
- 英国决策层宣布采取强力协调行动，试图提振信心和支持经济。**英国央行将银行利率下调 50 个基点至 0.25%**，并重新推出允许银行以优惠利率向其借款的计划，期限为 4 年。英国央行定于 3 月 26 日召开下一次会议，这将是新任行长贝利 (Andrew Bailey) 任内的首次会议。不排除重启资产购买计划的可能性。与此同时，**英国财政大臣宣布大幅放宽财政政策**，包括 120 亿英镑旨在减轻疫情影响的短期方案。它叠加在计划中 180 亿英镑刺激方案的基础之上。二者相加占 2020 年英国 GDP 的比例略低于 1.5%。加拿大皇家银行资本市场预计，冠状病毒相关消息面可能仍将成为未来英国金边债券市场的主要推动力。英镑兑美元汇率跌至 1.26 的 5 个月低点。
- **欧洲中央银行维持 -0.5% 的主要存款利率令市场大失所望，不过却宣布了一项 1200 亿欧元的购债计划**，以及以优惠利率向银行提供贷款的工具定向长期再融资操作 (TLTROs) 更多的诱人条款。加拿大皇家银行资本市场指出，实际上这是一次支撑银行体系的针对性降息。欧洲央行还允许银行降低资本充足率，部分缓解银行资本压力。
- **人们的注意力正迅速转向财政刺激的可能性**。欧盟委员会宣布了 250 亿欧元的一揽子计划。意大利宣布了一项 120 亿欧元的计划，后续计划还可能会接踵而来。其它国家也可能会跟进。

亚太区

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

- 由于投资者愈加担心新冠肺炎疫情在中国境外、尤其是美国和欧洲持续扩散，本周**亚股全线下跌**。欧佩克 + 谈判意外破裂导致油价暴跌也打压了投资者情绪。由于**外国投资者进入避险模式，纷纷出逃新兴市场**，越南和泰国领跌亚洲股市。
- **周四** (3 月 12 日) **中国新增新冠肺炎确诊病例降至新低**。随着最近几周病例大幅减少，本周开始当局**放宽了对湖北 5600 万人民的部分限制**，他们自 1 月底以来一直处于隔离状态。中国国家主席习近平在发生疫情后首赴武汉。观察人士认为，此访的目的是为了表达政府成功遏制国内疫情传播的信心。
- 彭博社的一份报告显示，随着国内感染速度放缓，**全国制造企业已接近恢复全部产能**。但由于病毒继续在中国境外扩散，许多公司面临着订单被取消和新订单机会减少的局面。经济学家警告称，**即便生产开始复苏，中国经济仍可能遭遇需求冲击**。据官媒央视报道，中国国务院已提出为参与小企业融资计划的股份制银行和贷款机构降低存款准备金率。
- 为了应对冠状病毒疫情引发的经济困境，本周**日本公布了第二套紧急刺激方案**。根据《日经新闻》报道，**政府已经开始计划在 4 月出台新的刺激措施，为了应对日益迫近的经济衰退变得非常激进**。日本央行将于 3 月 18 日至 19 日召开政策会议，讨论增购交易所交易基金的可能性。这将是 3 年多来日本央行首次决定进一步放宽货币政策。

市场行情

数据截至 2020 年 3 月 12 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	2,480.64	-16.0%	-23.2%	-11.1%	-10.9%
道琼斯工业平均指数	21,200.62	-16.6%	-25.7%	-17.0%	-15.8%
纳斯达克指数	7,201.80	-15.9%	-19.7%	-5.1%	-5.1%
罗素 2000 指数	1,122.93	-23.9%	-32.7%	-27.5%	-29.9%
标普 / 多伦多综合指数	12,508.45	-23.1%	-26.7%	-22.5%	-19.8%
富时全股指数	2,942.21	-19.9%	-29.9%	-25.0%	-26.3%
欧洲斯托克 600 指数	294.93	-21.5%	-29.1%	-21.0%	-22.2%
欧洲斯托克 50 指数	2,545.23	-23.6%	-32.0%	-23.0%	-25.8%
恒生指数	24,309.07	-7.0%	-13.8%	-15.9%	-23.1%
上证综指	2,923.49	1.5%	-4.2%	-4.5%	-12.1%
日经 225 指数	18,559.63	-12.2%	-21.5%	-13.7%	-15.0%
印度 Sensex 指数	32,778.14	-14.4%	-20.5%	-12.7%	-3.4%
新加坡海峡时报指数	2,678.64	-11.0%	-16.9%	-16.6%	-24.3%
巴西 Ibovespa 指数	72,582.50	-30.3%	-37.2%	-25.8%	-16.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,636.70	-11.3%	-15.9%	-12.2%	-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)	1,570.50	-1.0%	3.5%	20.7%	18.7%
白银 (现货美元 / 盎司)	15.72	-5.6%	-11.9%	1.8%	-4.9%
铜 (美元 / 吨)	5,520.75	-1.7%	-10.2%	-15.0%	-19.7%
原油 (WTI 现货 / 桶)	31.50	-29.6%	-48.4%	-44.6%	-48.7%
原油 (布伦特现货 / 桶)	32.87	-34.9%	-50.2%	-50.7%	-49.4%
天然气(美元/百万英热单位)	1.83	8.4%	-16.6%	-34.4%	-34.3%

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	0.826%	-32.2	-109.1	-177.5	-204.2
加拿大 10 年期债券	0.605%	-52.7	-109.7	-113.4	-163.4
英国 10 年期债券	0.265%	-17.7	-55.7	-89.8	-122.9
德国 10 年期债券	-0.741%	-13.4	-55.6	-79.6	-137.3

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	1.69%	0.1%	3.8%	11.0%	15.3%
美国投资级企业债券	2.75%	-2.4%	1.2%	12.1%	16.4%
美国高收益企业债券	7.44%	-4.6%	-6.0%	1.2%	5.7%

货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.2970	-0.9%	0.9%	0.4%	8.2%
加元 / 美元	0.7175	-3.9%	-6.8%	-4.2%	-7.8%
美元 / 加元	1.3931	3.9%	7.2%	4.3%	8.5%
欧元 / 美元	1.1168	1.3%	-0.4%	-1.1%	-9.5%
英镑 / 美元	1.2562	-2.0%	-5.2%	-3.9%	-9.7%
澳元 / 美元	0.6251	-4.1%	-11.0%	-11.7%	-20.6%
美元 / 日元	104.8100	-2.9%	-3.5%	-5.9%	-1.5%
欧元 / 日元	117.0600	-1.6%	-3.9%	-6.9%	-10.8%
欧元 / 英镑	0.8891	3.4%	5.1%	3.0%	0.2%
欧元 / 瑞郎	1.0560	-0.8%	-2.7%	-7.2%	-9.7%
美元 / 新加坡元	1.4112	1.3%	4.9%	4.1%	7.5%
美元 / 人民币	7.0294	0.5%	1.0%	4.8%	11.1%
美元 / 墨西哥比索	21.8529	11.2%	15.5%	12.9%	17.6%
美元 / 巴西雷亚尔	4.7768	6.8%	18.5%	26.4%	46.4%

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 3 月 12 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 0.71，表示 1 加元可兑换 0.71 美元。加元兑美元回报为 -6.8%，表示年初至今加元兑美元下跌了 6.8%。美元 / 日元为 104.81，表示 1 美元可兑换 104.81 日元。美元兑日元回报为 -3.5%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.5%。

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

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

Sayada Nabi – 加拿大多伦多
sayada.nabi@rbc.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.mcgarrity@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联属公司。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：Sayada Nabi 和 Arete Zafiriou 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联属公司的披露资料。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联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	过去 12 个月提供的投资银行服务 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联属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其联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)，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。