

全球 透视

周刊

贸易恐慌？

Frédérique Carrier – 伦敦

就好像经济和市场并未疲于应对似的，美中贸易紧张局势重燃战火。尽管不太可能重新爆发一场全面贸易战，但未来数月这两个竞争对手很可能会针锋相对。这个新增变数强化了我们对股市的谨慎立场。

好消息之一是许多经济体开始重启或准备重启，而美国总统特朗普在新冠肺炎疫情和贸易问题上针对中国的强硬措辞给股市带来了额外风险。尽管中美竞争从未消失，最近几个月基本上已为企业部门和投资者所忽视。

它是否会像贸易战那样全面卷土重来？我们对此表示怀疑，但不会低估任何一方犯错的可能性，在全球经济特别疲弱之时犯此类犯错误可能造成严重后果。我们重申需要未雨绸缪。

事件升温

在美国政府高级官员对中国新冠肺炎疫情的最初处理方式连续发声（中国官方也进行了反驳）之后，特朗普最近提到中国尚未完全履行2020年1月贸易协议的条款。该协议要求停止两年来的冲突，尤其是中国必须购买价值2000亿美元的美国商品。特朗普未能确认他是否会再次使用关税。

尽管他的表述占据了新闻头条，最近特朗普政府采取了其它几个值得注意的措施，如实行新的军用和民用技术出口控制措施，同时限制进口用于美国发电厂和电网的外国部件，从而减少美国基础设施建设的安全风险。由于新冠肺炎疫情造成国家进入紧急状态，这些动向基本上没有引起注意。

尽管此类贸易紧张局势也许会得到缓解，我们认为中美关系可能会走向恶化。自全球金融危机以来，随着美国居民减少债务、中国专注于国内消费和自给自足，这两个经济大国已经渐行渐远。由于中国工资上涨降低了中国作为廉价劳动力来源的吸引力、特朗普发起贸易战以及现在的全球大流行（首个热点出现在中国城市武汉），这个进程有所加快。

主要问题

在2020年11月总统大选之前，有关中国的政策也许会成为美国的主要问题。从历史上看，美国大选总是围绕经济展开，而且很可能会再次围绕经济展开。但每次大选总会出现一些独特的“楔子问题”，我们认为中国将是其中之一，主要总统候选人竞相对中国采取更为强硬的态度。

市场脉搏

- 3 美国经济局面概述
- 3 加拿大央行任命下任行长
- 4 对欧洲央行政策的象征性裁决
- 4 中国消费情况喜忧参半

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年5月7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7日16:29；传播：美国东部时间2020年5月7日17:00



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。

对中国采取强硬路线似乎得到了两党的支持。皮尤研究中心 (Pew Research Center) 在 2020 年 3 月进行的一项调查显示, 超过 50% 的美国人对中国持负面看法。

特朗普可能会把重点放在贸易方面, 并质疑中国处理新冠肺炎病毒的方式, 民主党总统候选人拜登 (Joe Biden) 则可能会把重点放在美国认为中国在会犯错的其它问题上, 比如碳排放、网络攻击和人权。

因此, 未来数月这两个大国很可能会发生冲突。

经济衰退时期的关税

为了增加连任机会, 考虑到美国经济已经受困于新冠肺炎疫情, 特朗普可能会试图将对中国的政治优势最大化, 同时将对美国的不利经济影响最小化。

这可能会以制裁 (美国已经对外国政府、实体、公司和个人实施了超过 8000 项制裁) 和 / 或关税的形式出现。

在国内经济增长时 (比如 2019 年) 加征关税是一回事, 但在经济萎缩的情况下加征关税则完全是另一回事。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 预计 2020 年美国 GDP 将严重萎缩 10.6%。加征新的关税将使得许多居民和企业面临更多不确定性。另外, 此举很可能会刺激中国加以报复。1930 年代就是一个很好的例子。征收高额关税 (约 25%) 导致经济衰退演变成大萧条。

非企业所需

尽管贸易紧张局势从未消失, 过去两个月却被掩盖在新冠肺炎疫情的消息面之下。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 表示, 在当前 2020 年一季度财报季鲜有管理层提及贸易战和关税问题。而在 2019 年全年约 40% 的公司在季报中提到了此类问题。

第一阶段美中贸易协定的五个要点

知识产权	中国将施行知识产权保护的法律制度
中方采购	2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间中国将采购价值 2000 亿美元的美国商品和服务
技术转让	中国和美国将确保以自愿、基于市场的方式进行技术转让
货币执行	美国将中国移出汇率操纵国名单
金融服务	中国将允许美国金融服务公司申请资产管理公司牌照, 并取消多个金融服务行业的外资股权上限

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

Calvasina 表示, 截至 5 月初季度业绩报表的附带说明表明除了最不景气的行业以外, 多数美国公司均试图以有时暂停股票回购和削减资本支出为代价维持股息, 因为大多数公司认为经济衰退是暂时的。她认为, 中美贸易冲突重燃战火和其它负面因素可能成为压垮已然处于压力之下企业的最后一根稻草。企业为了不破产作出的妥协程度是有限的。

由于估值过高, 且市场似乎预期 2021 年盈利将强劲反弹, Calvasina 认为很多方面进展顺利才有可能维持近期股市涨势。

总的来说, 我们认为特朗普政府不太可能愿意重新发动一场会阻碍经济复苏的贸易战, 但犯错的可能性依然存在。如果美中在新冠肺炎疫情和贸易问题方面的强硬言辞升级, 不排除会反复出现波动。因此, 我们认为谨慎的做法是未雨绸缪, 持有低于基准的全球股市头寸或减持。



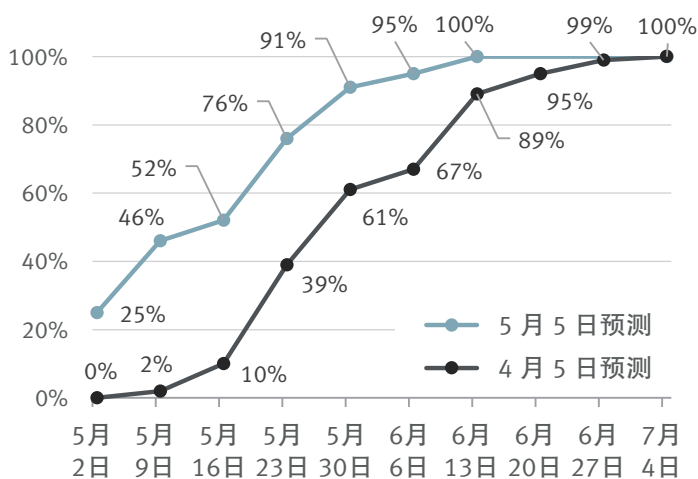
美国

Alan Robinson – 西雅图

- 美国失业数据成为本周焦点。ADP 私营部门就业报告显示，由于许多商家被迫停业，4月减少了2020万个就业岗位。更重要的**美国政府就业报告将于5月8日公布，普遍预测私营部门将减少2300万个就业岗位，失业率将由上个月公布的4.4%升至16%**。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 预计，4月失业率将达到15%-17%的峰值。不过该数据反映的是过去的情况，Porcelli 指出**美国一些地区恢复营业的步伐快于预期，这意味着最初损失的工作岗位可能已经恢复20%-25%**。
- 截至5月5日，已有23个州至少部分重启，另有9个州将在本月中旬之前重启。但哈佛大学在4月最后一周进行的一项全国性调查发现，65%的消费者反对在未能充分检测新冠肺炎的情况下强制要求员工重返工作岗位。此外，4月**彭博消费者舒适度指数 (Bloomberg Consumer Comfort Index) 跌至39.5的历史低点**，而今年1月底时曾创下67.3的历史高点。这些数据表明很难恢复新冠肺炎疫情前的消费趋势。
- 其它高频数据显示4月经济部分触底，只是触底时的水平

各州面临加速经济重启压力

美国各州重启时间表反映的就业占比



资料来源：加拿大皇家银行资本市场、健康指标与评估研究所、美国劳工统计局、纽约时报

比最初预期的还要糟糕。**费城联储估计当月美国企业销售额平均下滑幅度约40%**，而月末时出现了初步改善的迹象。

- 本周已过财报季高峰期。管理团队普遍表现谨慎，这在很大程度上是由于经济运行轨迹缺乏可预见性。**削减股息或停牌继续影响个股价格**。我们估计在财报季结束前，标普500指数439家派息公司中将有58家削减派息，这些公司主要集中在能源、金融和非必需消费领域。
- 本周消费零售连锁企业**J.Crew Inc. 和内曼马库斯集团 (Neiman Marcus Group) 宣布破产**。如果消费者人流量依然欠佳，我们预计其它购物中心也将步其后尘。



加拿大

Arete Zafiriou 和 Ryan Harder – 多伦多

- **4月新冠肺炎疫情继续打压消费者信心**。根据加拿大皇家银行经济研究部的数据，4月底**加拿大消费者支出较危机前水平下降17%**，较3月底的32%则有所改善。非必需的服装和珠宝支出还不到2020年初平均水平的一半，但在建筑材料、家电和家具支出增长的带动下，家庭用品和服务支出有所回升。**软件支出受益于居家令**，较2020年危机前的平均水平增长近70%。截至4月中旬，天然气和汽车方面的支出降幅高达38%，但由于天然气价格回涨，这两项支出似乎已经开始出现回升。消费者继续放弃国际旅行，4月下旬的支出降幅超过90%。食品杂货支出继3月中旬飙升之后仍居高不下。但3月餐馆支出大幅减少，不过在消费者开始增点外卖和送餐的带动下正在缓慢攀升。
- 5月1日**加拿大央行任命了新行长**，从6月2日开始 Tiff Macklem 将成为该国高层货币政策制定者。他在加拿大央行工作近30年后升至高级副行长的位置，2013年现任行长斯蒂芬·波洛斯 (Stephen Poloz) 出任该最高职位时落选。**从货币政策的角度来看，Macklem 的观点似乎很是契合加拿大央行的当前范式**：在谈到与负利率高度相关的话题时，Macklem 表示对当前0.25%的主要政策利率底部感到满意，认为对于已经受到干扰的金融体系央行应该“谨慎引入新的混乱之源”。

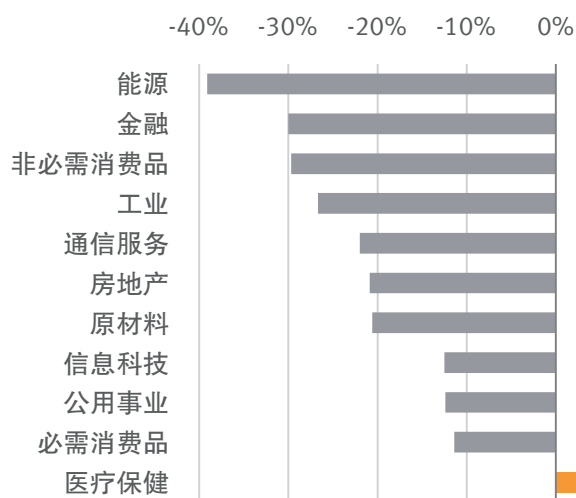


欧洲

Alastair Whitfield 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 在欧洲，**德国宪法法院 (GCC) 部分否决了欧洲央行的资产购买计划**，这在很大程度上属于象征性的举动。尽管欧洲央行不受 GCC 裁决的约束，但它可能引发人们对当前计划的担忧。我们认为似乎更有可能的是欧洲央行需要重申当前措施的重要性和好处，并在必要时寻求通过延长这些措施支持欧元区，而不是像 2012 年发生主权债务危机期间在北欧和南欧之间分化风险。
- 英国央行维持 0.1% 的利率水平，其当前量化宽松 (QE) 计划则仍为 2000 亿英镑。**反对者要求量化宽松计划扩大 1000 亿英镑，考虑到会议纪要措辞温和，**我们认为最早也要被推迟到 6 月举行的下次会议上才有可能扩大量化宽松。**同时发布的货币政策报告还评估了新冠肺炎疫情对英国经济的影响。由于目前仍在实施持续至 6 月初的禁令，**该报告暗示二季度实际 GDP 将下滑 25%，2020 年全年 GDP 将下滑 14%，二季度失业率将由当前的 4% 升至 9%。**
- 三分之二的欧洲斯托克 600 指数 (欧洲 + 英国) 成分股已经公布一季度业绩。**总体销售额同比增长 -6%，每股收益则下降了 25%。**不出所料，一季度周期性行业的业绩非常

年初迄今欧洲斯托克 600 指数板块涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

疲弱，尤其是金融、能源和非必需消费品行业。医疗保健行业成为主要亮点，销售额同比增长 11%，每股收益则同比增长 16%。**医疗保健板块是欧洲斯托克 600 指数年初迄今唯一上涨的板块** (上涨 1.2%，而该指数下跌了 18.9%)。尽管该板块的表现明显好于其它板块，我们认为在泛欧股票投资组合中，该板块仍将成为主要增持板块。



亚太区

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

- 市场一直期待封锁后的“报复性支出”。**不过，中国劳动节假期 (5 月 1 日至 5 月 5 日) 数据发出的**信号喜忧参半。**
- 根据商务部的数据，重点监测的零售企业**日均销售额较节前一周跃升 30.1%。**
- 但根据中国文化和旅游部的数据，节日期间国内旅游人次为 1.15 亿，**旅游收入则为 475.6 亿元人民币。**该数据相比去年少一天的劳动节假期**大降 59.6%。**
- 另一方面，中国人民银行的数据显示 2020 年一季度**中国居民银行存款增加了 6.47 万亿人民币**，同比增长 13%。
- 我们认为疫情导致的**经济不确定性使得人们可能更愿意增加存款而不是消费。**因此，报复性支出可能并不像预期的那样强劲。不过随着禁令解除，我们认为**线下消费将会出现复苏。**餐饮、啤酒、服装和珠宝等行业将因而有望受益。
- 尽管贸易紧张风险再次上升，**路透社援引不愿透露姓名的消息人士报道称美国商务部可能会批准一项新规，允许美国公司与华为技术有限公司合作制定 5G 网络标准。**从去年开始，美国公司不再被允许与这家世界上最大的电信设备制造商一起制定标准，使得这些公司很难开发他们的专利技术。消息人士称美国商务部正在对草案进行最后审查，并将送交其它机构审批。目前尚不清楚整个过程需要多长时间。美国商务部和华为均拒绝对此该报告置评。



市场行情

数据截至 2020 年 5 月 7 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	2,881.19	-1.1%	-10.8%	-0.1%	7.8%
道琼斯工业平均指数	23,875.89	-1.9%	-16.3%	-8.0%	-2.0%
纳斯达克指数	8,979.66	1.0%	0.1%	12.8%	23.6%
罗素 2000 指数	1,282.93	-2.1%	-23.1%	-18.9%	-18.7%
标普 / 多伦多综合指数	14,833.69	0.4%	-13.1%	-9.3%	-6.2%
富时全股指数	3,270.55	0.2%	-22.1%	-17.9%	-21.4%
欧洲斯托克 600 指数	337.98	-0.6%	-18.7%	-11.4%	-13.2%
欧洲斯托克 50 指数	2,880.60	-1.6%	-23.1%	-15.3%	-19.2%
恒生指数	23,980.63	-2.7%	-14.9%	-18.3%	-20.0%
上证综指	2,871.52	0.4%	-5.9%	-1.9%	-8.5%
日经 225 指数	19,674.77	-2.6%	-16.8%	-10.3%	-12.4%
印度 Sensex 指数	31,443.38	-6.7%	-23.8%	-17.9%	-10.7%
新加坡海峡时报指数	2,591.60	-1.2%	-19.6%	-21.8%	-26.6%
巴西 Ibovespa 指数	78,118.60	-3.0%	-32.4%	-17.2%	-5.6%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,792.41	0.9%	-15.5%	-15.6%	-20.8%
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)	1,717.47	1.8%	13.2%	33.7%	30.7%
白银 (现货美元 / 盎司)	15.35	2.5%	-14.0%	2.9%	-6.8%
铜 (美元 / 吨)	5,167.50	0.1%	-16.0%	-16.2%	-23.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	23.55	25.0%	-61.4%	-61.6%	-66.7%
原油 (布伦特现货 / 桶)	29.44	16.5%	-55.4%	-57.9%	-61.3%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.91	-2.3%	-13.0%	-24.9%	-30.5%

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	0.633%	-0.6	-128.5	-182.4	-231.7
加拿大 10 年期债券	0.544%	-0.3	-115.8	-114.0	-178.3
英国 10 年期债券	0.235%	0.4	-58.7	-92.3	-116.5
德国 10 年期债券	-0.545%	4.1	-36.0	50.7	-107.7
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%	-0.5%	4.4%	9.9%	16.2%
美国投资级企业债券	2.78%	-1.2%	0.2%	8.4%	16.0%
美国高收益企业债券	7.99%	0.2%	-8.5%	-3.7%	2.6%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.8740	0.9%	3.6%	2.3%	7.7%
加元 / 美元	0.7148	-0.3%	-7.1%	-3.7%	-7.9%
美元 / 加元	1.3991	0.3%	7.7%	3.8%	8.6%
欧元 / 美元	1.0831	-1.1%	-3.4%	-3.2%	-9.2%
英镑 / 美元	1.2364	-1.8%	-6.7%	-5.4%	-8.8%
澳元 / 美元	0.6492	-0.3%	-7.5%	-7.4%	-13.6%
美元 / 日元	106.2800	-0.8%	-2.1%	-3.6%	-2.6%
欧元 / 日元	115.1000	-2.0%	-5.5%	-6.7%	-11.5%
欧元 / 英镑	0.8760	0.7%	3.6%	2.3%	-0.4%
欧元 / 瑞郎	1.0539	-0.4%	-2.9%	-7.6%	-11.8%
美元 / 新加坡元	1.4141	0.3%	5.1%	3.8%	5.9%
美元 / 人民币	7.0842	0.3%	1.7%	4.5%	11.3%
美元 / 墨西哥比索	24.0413	-0.6%	27.0%	26.3%	23.5%
美元 / 巴西雷亚尔	5.8485	6.6%	45.1%	54.8%	64.7%

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 5 月 7 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 -7.1%，表示年初至今加元兑美元下跌 7.1%。美元 / 日元为 106.28，表示 1 美元可兑换 106.28 日元。美元兑日元的回报为 -2.1%，表示年初至今美元兑日元下跌了 2.1%。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Alan Robinson – 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Ryan Harder – 加拿大多伦多

ryan.harder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多

arete.zafiriou@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

thomas.mcgarritty@rbc.com; RBC Europe Limited

Alastair Whitfield – 英国伦敦

alastair.whitfield@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 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 / 美国金融行业监管局 / 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。