

全球 透视

周刊

领涨偏颇

Kelly Bogdanova – 旧金山

对美国股市来说这是一波令人兴奋的触底反弹，但与此同时此轮反弹明显缺乏多样性。范围狭窄并不能否定这轮行情，如果真正进入筑底阶段，未来几个月将会有更多股票参与进来。这对多元化投资组合来说意味着什么？

标普 500 指数自 3 月 23 日低点以来的强劲反弹与多元化股票投资组合的表现未必相符。

原因在于只有少数板块的一小部分股票支撑着市场，在该指数的涨幅中占据了相当大的比例。

标普 500 指数中市值最高的 5 只股票（被称为 FAAMG）大涨并成为最大的贡献者：Facebook、苹果、亚马逊、微软和 Alphabet（谷歌）。另外 18 只股票也提供了超额回报。

许多多元化股票投资组合与这些对标普 500 指数涨幅贡献最大的个股表现不匹配，随着市场经历筑底和复苏过程，我们认为这种情况最终将会水到渠成地得以解决，从而有利于多元化投资组合。

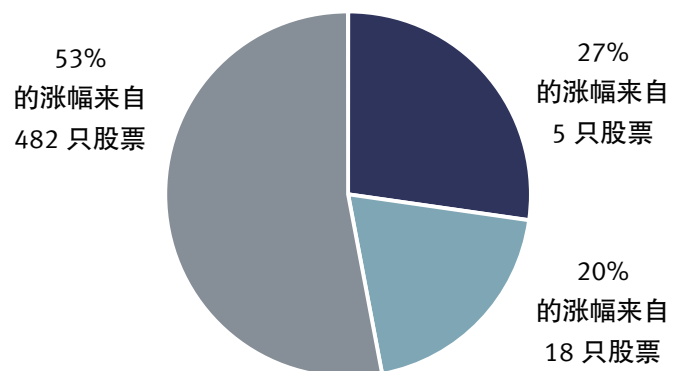
最大份额

标普 500 指数已自 3 月 23 日低点累计上涨 27.5%，其中 27% 的涨幅来自五只 FAAMG 股票，它们均在推动科技生态体系方面发挥着重要作用。（撇开 FAAMG 这个缩略词的话，它们对标普 500 指数涨幅的贡献依次为谷歌第一、苹果第二，然后分别是微软、亚马逊和 Facebook。）

这五只股票占标普 500 指数近 21% 的市值，因此它们带来该指数中 27% 的价格回报超出了自己的权重。

少数股票推高标普 500 指数

2020 年 3 月 23 日低点以来标普 500 指数涨幅的贡献率



注：深蓝色的 5 只股票分别为 GOOG（所有股票类别）、AAPL、MSFT、AMZN 和 FB。淡蓝色的 18 只股票分别为 JNJ、UNH、PYPL、CVX、V、HD、NVDA、MA、ABT、PFE、XOM、ABBV、LOW、BMY、NKE、LLY、PG、PEP。当前标普 500 指数包含 505 只股票。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 5 月 13 日

市场脉搏

- 3 美国银行业受到新冠肺炎疫情压力的冲击
- 3 标普多伦多综指板块表现
- 4 英国承认经济需要加大支持力度
- 4 人行承诺实施“更有力”的促增长政策

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 5 月 14 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 14 日 17:04；传播：美国东部时间 2020 年 5 月 14 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。

另外 18 只股票又占去一大块标普 500 指数涨幅。名单中包含了更加多样化的板块。其中包含 11 个行业当中的 5 个：医疗保健、科技、非必需消费品、能源和必需消费品。（股票代码列于第 1 页图表下方。）

自 3 月 23 日以来，共占标普 500 指数总市值 15% 的这 18 只股票带来了 20% 的涨幅。

过去几个月纳入标普 500 指数的其它 482 只股票贡献了自低点以来另外 53% 的涨幅。

奇怪的连动性

反弹股票的范围狭窄并不能否定本轮走势。在熊市低点过后，由相对较小范围的股票带领标普 500 指数走出困境的情况并不罕见，尽管与多元化股票投资组合的回报率相比也许会令人不安。

通常情况下，只有在反弹获得更多公认、更加明确、更加成熟的情况下，各类股票和板块广泛参与才会成为现实。这个过程通常伴随着经济增长和稳定。

但本次自熊市低点反弹在某些方面不同寻常。这五只最大的股票不仅助推市场上涨，而且它们在标普 500 指数市值（美元市值）中所占比例比以往更大，彼此之间的联动性也更强。

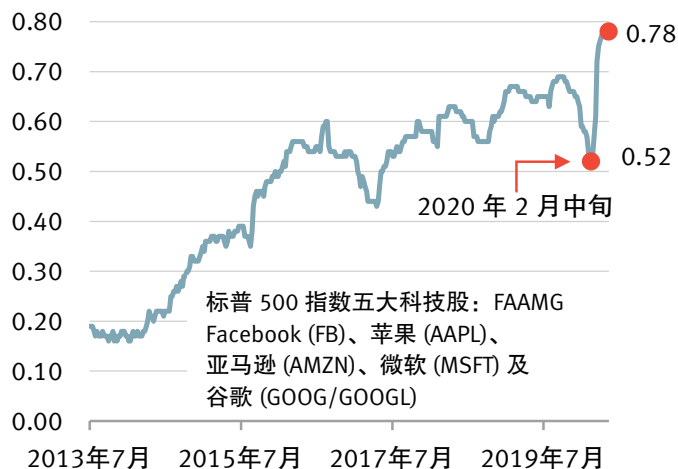
比如说，FAAMG 股票占标普 500 指数市值的近 21%，比 2000 年 3 月科技股泡沫时期市值最大的前五只股票所占比重更大。根据彭博情报 (Bloomberg Intelligence) 的数据，当时微软、思科系统、通用电气、英特尔和埃克森美孚占标普 500 指数的比重为 18.2%。

乍看之下当时和现在近 3 个百分点的市值差异看似不大，但考虑到只是包含约 500 只股票的指数中的 5 只股票，我们认为差别明显。

此外，或许更令人不安的是最近 FAAMG 股票之间的联动性大幅上升。

早在 2013 年，这些股票之间的联动性并不大，这意味着它们的走势并非经常步调一致。两两相关系数为 +0.2 (正相关) 但较弱 (+1.0 为完全正相关；-1.0 则为完全负相关)。

2 月中旬以来标普 500 指数五大成份股的联动性大幅上升 “FAAMG”最近一年的平均相关系数



资料来源：彭博情报、加拿大皇家银行财富管理；数据截至 2020 年 5 月 11 日

当市场在 2 月中旬见顶时，FAAMG 的相关系数为 0.52。而在此后调整和随后的反弹期间相关系数跃升至 0.78，如图表所示。这意味着这些股票往往步调一致，同时涨跌，几乎没有提供分散投资的机会。

严格的分散投资

对于多元化投资组合与标普 500 指数的最大贡献者、即 FAAMG 和其它 18 只股票的表现不匹配，我们认为中长期来看将在很大程度上自行得以解决。

多元化股票投资组合在配置时并非一边倒，因为它们包含大量的个人股票头寸和 / 或基金，涉及广泛的行业、资本化和具有不同风险参数和相关性的市场。我们相信这仍是管理长期股票投资组合风险最为审慎的方式，因为它往往会降低波动性，并降低任何一只股票或一小部分股票（或任何一个板块）严重损害整体股票投资组合回报的可能性。

随着市场继续经历新冠肺炎疫情筑底阶段，在此期间也可能出现更多就像我们在最近几个交易日看到的下行波动，然后最终持续走高，我们认为本轮反弹将扩大至除近期推动走势的 FAAMG 和其它 18 只股票之外的股票。最终这将有利于多元化股票投资组合。



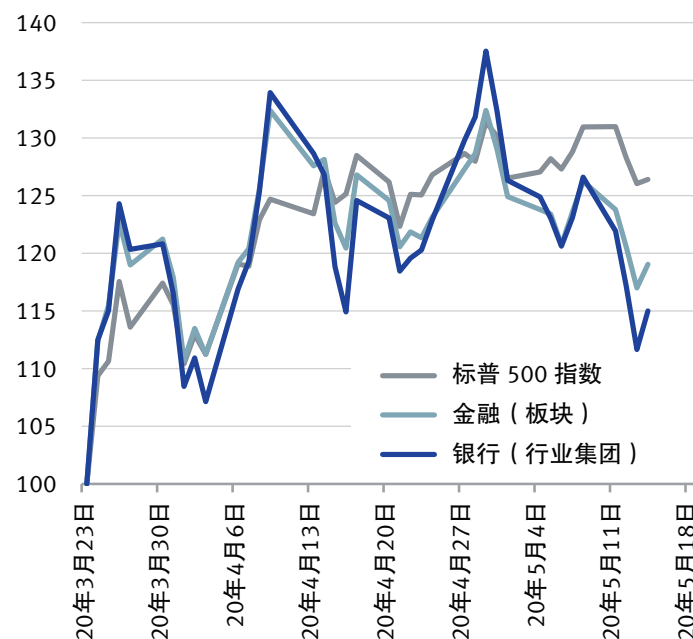
美国

Alan Robinson – 西雅图

- 由于经济数据糟糕、贸易措辞严苛，美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 也对政策工具的局限性提出警告，**本周股市急跌**。
- 鲍威尔在华盛顿特区的彼得森国际经济研究所发表讲话时表示虽然政策响应缓解了部分压力，但**也许还需要采取更多政策措施**。他指出美联储拥有“放贷权力，而不是支出权力”，为了避免长期经济损害，额外的财政支持**代价高昂，却是值得的**。这被视为提醒国会，除了现有的《新冠病毒疫情救助、减免与经济安全法案》(CARES 法案) 之外，还迫切需要出台更多的救援方案。**鲍威尔还对将负利率作为政策工具关上大门**，表示这“不是我们正在考虑的事情”。
- **5月9日结束的一周内将近300万美国人申请了失业救济**。尽管本周数据仍处高位，却已较3月底时近700万的高点继续下滑。不过注意细节就会发现**与以往出现的衰退存在**

信贷担忧加剧开始影响银行股

3月23日市场低点以来的相对涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、汤森路透；2020年3月23日值=100；数据截至2020年5月14日美国东部时间14:30

很大不同。上次经济衰退期间大企业裁员 8.1%，小企业则裁员 6.9%。2020 年 4 月大企业的表现相对较好，裁员 13.6%，小企业则裁员 17.8%，因为社交疏远对小企业的影响更大。这或许有助于解释，为何经济明显恶化与由大公司主导的股市相对坚挺之间存在脱节。

- **由于市场对信贷压力加大的担忧加剧，本周期间美国银行股遭受的打击尤为严重**。为了应对 2019 冠状病毒疫情，越来越多的银行客户要求延期偿还债务。此外，尽管多数银行已暂停股份回购，许多银行还面临**暂停派息的压力**。在回答参议院的提问时，美联储理事 Randal Quarles 表示美联储可以通过要求银行增加缓冲资本限制银行支付股息的能力。由于银行股与其资产价值密切相关，我们预计在本次衰退期间账面价值相对稳定的银行表现将会好于同行。



加拿大

Richard Tan (CFA) – 多伦多

- 尽管年内**标普多伦多综指**仍处于负值区间，该指数**已较3月23日的低点上涨约30%**，收复了大部分的失地。**金融和能源**是加拿大的两大板块，由于受到信贷担忧加剧和油价持续走低的影响，今年迄今仍**落后于该指数**。另一方面，由于投资者试图通过受监管企业和贵金属敞口增强其投资组合的抗跌性，必需消费品、公用事业和原材料股在本次大流行期间保持坚挺。在加拿大市场占比已增至约9%的**信息技术股**在经济衰退中**意外表现坚挺**。零售商在客流量大幅下降的情况下加快采用电子商务服务令该行业的最大组成部分受益，年初迄今该板块因而上涨了约40%。
- **加拿大银行企业**将于5月25日当周公布2020年二季度业绩。由于信贷拨备大幅增加，**加拿大皇家银行资本市场认为盈利将较2019年二季度平均降低82%左右**。尽管加拿大皇家银行资本市场承认在当前环境下存在很多变数，预计资本水平不会低于可能引发离散股票发行的水平。我们认为**即将公布的财报将成为**评估加拿大银行业实力和前景的**重要数据点**。



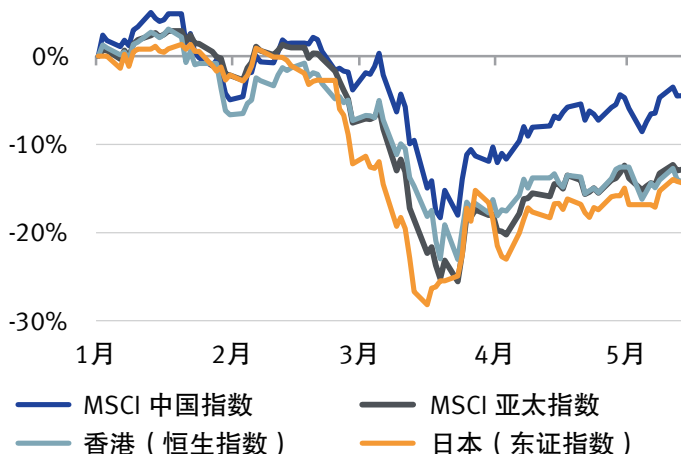
欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **欧洲和英国金融市场采取避险基调**，由于投资者对经济前景忧心忡忡，欧洲斯托克 600 指数（不含英国）和富时全股票指数回吐了近期部分涨幅。**英国 10 年期金边债券触及两个月来的低点 0.2%**。
- 货币和财政当局承认经济需要更多支持。**英国央行行长 Andrew Bailey 在电视访谈中表示，“很明显”金融市场预期将会进一步扩大量化宽松 (QE)**，最近投票支持立即扩大 QE 的货币政策委员会成员则持“完全合理”的观点。英国政府独具特色的工作保留措施临时休假计划 (furlough scheme) 将延长至 7 月底，该计划为员工提供 80% 的工资补贴，最高每月 2500 英镑。根据这个计划，纳税人实际上支付了全国五分之一劳动力的工资。
- 股市方面，5 月 12 日**沃达丰股价大涨近 9%**，此前该公司公布的服务收入增幅高于市场普遍预期，同时维持派息；鉴于英国和欧洲其它市场普遍降息，后者似乎受到了投资者的追捧。
- 英国投资和储蓄平台 **Hargreaves Lansdown 成为过去一周欧洲斯托克 600 指数中表现最佳的股票**，涨幅超过

亚股反弹但第二波疫情风险上升使其仍远低于 2019 年底时的水平

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 5 月 13 日

19%，这得益于该公司公布的新业务净流入和营收均远高于普遍预期；后者受益于在市场波动性加剧的情况下，3 月和 4 月交易活动创下纪录，推动**股票经纪业务收入较上年同期大幅增长**。

- 在排行榜另一端的是全球最大的钢铁制造商**安赛乐米塔尔 (ArcelorMittal)**。由于该公司**宣布将通过发行股票和可转换债券筹集 20 亿美元的资金**，本周**该股下跌近 30%**。



亚太区

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

- **由于投资者愈加担心第二波新冠肺炎疫情来袭的风险，本周亚太股市普遍走低**。据报道遏制疫情最成功的国家之一韩国新增感染病例激增，首尔数家夜店成为新增聚集性病例的源头。在中国，自一个月前解除封锁以来武汉报告了首例感染病例。路透社报道称有关部门计划在全市范围内进行核酸检测。随着每日新增病例增加，中国北方的一些城市也宣布实行部分封锁。香港报告了两例新增本地感染病例，这是三周来首次出现这种情况。
- 在季度货币政策报告中，**中国人民银行承诺将采取“更有力”的政策**应对中国正在遭受的经济冲击，并将更加关注增长和就业。中国人民银行重申稳健的货币政策将更加灵活和适度，流动性将维持在合理水平。我们认为，上述言论反映出中国央行对经济空前低迷和二季度经济萎缩的风险日益感到担忧。
- **印度计划斥资相当于 GDP 的 10% 以期快速重振陷入停滞的经济**。20 万亿卢比 (2650 亿美元) 的经济刺激计划包括为小企业提供 3 万亿卢比的无担保贷款，以及为电力公司提供 9000 亿卢比的现金。政府还将为服务提供商减税。不过，鉴于封锁期间印度经济活动大幅萎缩，经济学家警告称该计划对印度 GDP 的提振也许是有限的。
- **一季度腾讯控股 (700 HK) 的业绩超出市场预期**。手机游戏收入强劲增长，同比增长 64%，而这得益于新冠肺炎疫情封锁使得玩在线游戏的人次增加。由于复工使得上网时间减少，管理层预计手机游戏和广告收入将逐渐恢复正常。



市场行情

数据截至 2020 年 5 月 14 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	2,852.50	-2.1%	-11.7%	0.6%	4.5%
道琼斯工业平均指数	23,625.34	-3.0%	-17.2%	-7.5%	-5.1%
纳斯达克指数	8,943.72	0.6%	-0.3%	15.6%	20.7%
罗素 2000 指数	1,237.56	-5.6%	-25.8%	-19.8%	-22.7%
标普 / 多伦多综合指数	14,509.66	-1.8%	-15.0%	-10.9%	-9.8%
富时全股指数	3,153.15	-3.4%	-24.9%	-20.6%	-25.6%
欧洲斯托克 600 指数	326.71	-3.9%	-21.4%	-13.2%	-16.7%
欧洲斯托克 50 指数	2,760.23	-5.7%	-26.3%	-18.0%	-22.6%
恒生指数	23,829.74	-3.3%	-15.5%	-15.3%	-24.4%
上证综指	2,870.34	0.4%	-5.9%	-0.5%	-9.6%
日经 225 指数	19,914.78	-1.4%	-15.8%	-5.5%	-12.9%
印度 Sensex 指数	31,122.89	-7.7%	-24.6%	-16.6%	-12.5%
新加坡海峡时报指数	2,522.31	-3.9%	-21.7%	-21.8%	-29.2%
巴西 Ibovespa 指数	79,010.80	-1.9%	-31.7%	-14.2%	-7.3%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,094.14	-1.0%	-17.1%	-16.9%	-22.4%
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)	1,731.74	2.7%	14.1%	33.5%	31.8%
白银 (现货美元 / 盎司)	15.87	6.0%	-11.1%	7.4%	-3.9%
铜 (美元 / 吨)	5,190.90	0.6%	-15.6%	-13.4%	-24.3%
原油 (WTI 现货 / 桶)	27.56	46.3%	-54.9%	-55.4%	-61.2%
原油 (布伦特现货 / 桶)	31.26	23.7%	-52.6%	-56.1%	-60.0%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.67	-14.3%	-23.7%	-37.2%	-41.2%

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	0.619%	-2.1	-129.9	-179.2	-238.4
加拿大 10 年期债券	0.528%	-1.9	-117.4	-116.3	-189.7
英国 10 年期债券	0.204%	-2.7	-61.8	-90.1	-126.7
德国 10 年期债券	-0.543%	4.3	-35.8	-47.3	-115.4
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	1.35%	-0.3%	4.7%	10.0%	16.5%
美国投资级企业债券	2.75%	-1.1%	0.3%	8.5%	15.9%
美国高收益企业债券	7.96%	0.6%	-8.2%	-2.8%	2.7%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	100.3340	1.3%	4.1%	2.9%	8.4%
加元 / 美元	0.7119	-0.7%	-7.5%	-4.2%	-8.8%
美元 / 加元	1.4045	0.7%	8.1%	4.3%	9.6%
欧元 / 美元	1.0801	-1.4%	-3.7%	-3.6%	-9.4%
英镑 / 美元	1.2226	-2.9%	-7.8%	-5.3%	-9.8%
澳元 / 美元	0.6457	-0.8%	-8.0%	-7.0%	-14.2%
美元 / 日元	107.3000	0.1%	-1.2%	-2.1%	-2.2%
欧元 / 日元	115.9000	-1.3%	-4.8%	-5.6%	-11.4%
欧元 / 英镑	0.8834	1.6%	4.4%	1.8%	0.4%
欧元 / 瑞郎	1.0514	-0.6%	-3.1%	-7.0%	-11.9%
美元 / 新加坡元	1.4235	1.0%	5.8%	4.0%	6.6%
美元 / 人民币	7.0957	0.5%	1.9%	3.2%	11.9%
美元 / 墨西哥比索	23.8634	-1.3%	26.1%	24.6%	21.6%
美元 / 巴西雷亚尔	5.8137	6.0%	44.2%	53.9%	60.4%

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 5 月 14 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 / 美元回报为 -7.5%，表示年初至今加元兑美元下跌 7.5%。美元 / 日元为 107.30，表示 1 美元可兑换 107.30 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

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多

richard.tan@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.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：Richard Tan 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 条规则所规范。

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述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。