加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

风格指南

Kelly Bogdanova – 旧金山

增长股还是价值股？这是一个古老的议题。考虑到新冠肺炎疫情导致的当前股市动态，哪种风格更加适当？尽管可以举出一些价值股诱人的例子，我们认为现在就以牺牲成长股为代价大举投资价值股还为时过早。

自 3 月 23 日的低点以来成长股的表现一直优于价值股，无论是在美国还是在全球，今年都明显表现突出。

如图表所示，在美国涨跌幅的差异高达 22.5 个百分点。其它发达国家和新兴国家成长股与价值股涨跌幅的差距也很大，年初迄今的差异高达 16.2 个百分点。

实际上，价值股已经滞后了很长一段时间。自十多年前大衰退结束以来，美国和其它国家的价值股曾经有过几次短暂的突出表现，但总体而言却严重落后于成长股。自 2010 年初以来，美国罗素 1000 指数上涨了 264%，同期价值股指数仅上涨了 91%。

这在很大程度上是由于属于成长股的科技股和非必需消费品股明显表现强劲，以及属于价值股关键板块能源股和金融股明显表现落后。

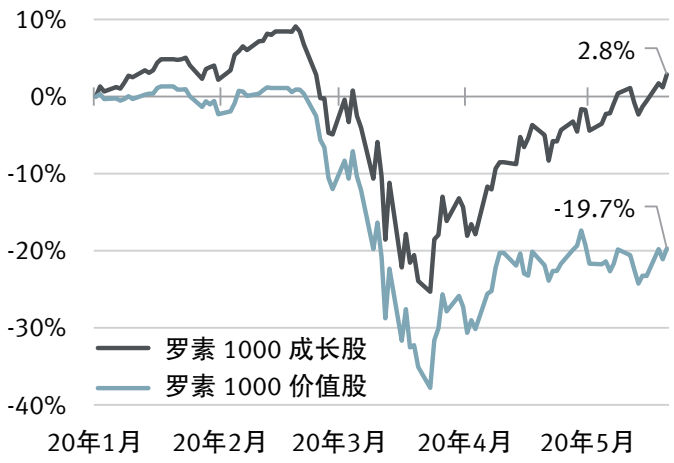
但历史上也曾有过价值股大幅跑赢增长股的时期。交易风格有没有可能会很快就回归价值股？虽然有理由更加密切地关注价值股，我们也会提醒不要完全看跌它们，不过却对价值股能在中期内持续领涨表示怀疑。

价值股的价值所在

价值股相比成长股具有估值优势，前者更加便宜，其幅度则取决于衡量标准。

美国成长股大幅跑赢价值股

年初至今罗素 1000 成长股和价值股指数涨跌幅



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 20 日

市场脉搏

3 美联储会真的让利率转负?

3 加拿大通胀率降至负值区间

4 欧盟大胆提议的财政团结初具雏形

4 美中紧张关系加剧

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 5 月 21 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 21 日 17:35；传播：美国东部时间 2020 年 5 月 21 日 17:45

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。

加拿大皇家银行资本市场的估值模型包含 34 种不同的指标——这种方法远不止于典型的市盈率比较——成长股不再具有金融危机后大部分时期的估值吸引力。但与成长股相比，价值股这一类别的估值折让并不像 2000 年科技泡沫顶峰时期那样严重，当时的成长股被严重高估。从一直以来的市盈率来看也是如此。

对于价值股也可以提出逆向观点。考虑到 10 多年来一直表现不佳，包括自 2019 年末以来表现极其不佳 (如上图所示)，这种走势似乎注定会在某个时点发生改变。价值股属于冷门的风格类别，市场也许会在最意想不到的时候为冷门的逆向观点带来回报。

成长股不应交出接力棒

虽然我们认为有理由相信价值股会出现短暂反弹，但很难想象价值股能在中期内完全颠覆成长股。

价值股的翻盘需要一些能使其重新站稳脚跟的经济指标，尤其是通胀预期的支持。

如下图所示，自 2014 年以来，由于按美债市场衡量的通胀预期下降，价值股持续下滑。在通胀预期企稳并开始持续走高之前，我们认为这将对价值股构成阻力。

经济产出停滞或不平衡的时期往往更有利于成长股而不是价值股。当经济和企业盈利增长稀缺、不稳定或遭到质疑时，机构投资者往往会选择长期成长股。不管经济产出如何波动，这些公司都能凭借行业的长期利好实现持续增长。

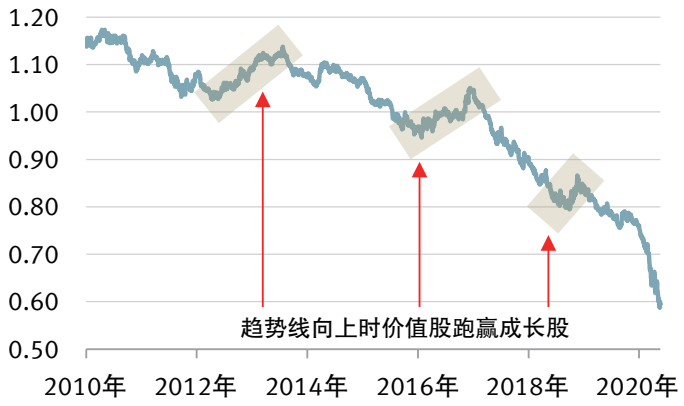
新冠肺炎疫情无疑导致了一个经济和盈利变数增多的时期。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股票策略负责人 Lori Calvasina 写道 :“我们推测美国在度过最初的经济拐点之后，经济增长疲软将在一段时间内成为常态。这是一个有利于成长股领涨的背景。”

Calvasina 表示，最近美国企业盈利修正趋势 (向上修正的比例) 略有利于成长股而非价值股。成长股的利润率保持在高位，价值股则出现下滑。

此外，资金流动也是一个考虑因素。彭博资讯 (Bloomberg Intelligence) 的分析师估计，过去两个月全球已经有 58 亿美元流入价值型交易所交易基金 (ETF)。这不是个小数字，但同期全球范围内流入成长型 ETF 的资金接近 80 亿美元。

价值股的突出表现稍纵即逝

美国罗素 1000 价值股指数与成长股指数的相对涨跌幅



大盘价值股除以成长股的比率
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 20 日

价值股跟随通胀预期走低

全球价值股与通胀预期

美国 5 年 /5 年远期损益平衡通胀率。
资料来源：彭博资讯、加拿大皇家银行财富管理；月度数据截至 2020 年 5 月 20 日

其中约58亿美元发生在过去一个月各地股市强劲反弹之时，为历史最高水平。彭博资讯认为这是一个信号，表明投资者可能预期成长股将继续跑赢价值股。

未出现转折点

估值和涨跌幅差异固然诱人，但我们认为现在就以牺牲成长股为代价大举投资价值股还为时过早。

对于这种风格之争，Calvasina 保持中立。每个类别都有好有坏，因此她不会在股票投资组合中以大幅牺牲另一个类别为代价来增持另一个类别。

美国

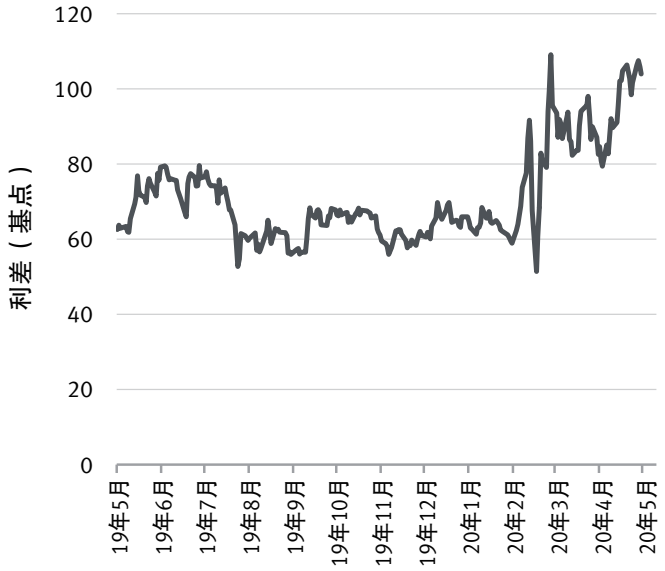
Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- 上周的固定收益市场强化了我们预计将会持续的两种趋势。首先，**我们相信利率将在很大程度上受到医疗消息面的驱动**。周一时疫苗导致的抛售主导了美债的走势。我们预计多数投资者将会忽略 4 月疲弱的经济数据，并关注经济重启和医疗趋势。其次，**债券投资者似乎乐于接受高评级公司发行的债券**。今年发行的投资级债券总额达 9430 亿美元，而 2019 年同期仅为 4970 亿美元。发行人的整体收益率也远低于去年时的水平。

- **尽管金融媒体仍在讨论美国实行负政策利率的可能性，我们认为这是一个不太可能出现的结果**。降息能在一定程度上刺激了银行放贷，降低借贷成本，同时带给银行放贷的利润激励。将利率降至零下打乱了这种微妙关系，造成了银行无法总是将损失转嫁给储户的局面。零利率还可能会对美元的储备货币地位产生负面影响。这些实际和潜在成本带来的好处极少；我们认为**需求的不确定性而不是资金的基本成本才是经济活动的拦路虎**。

长期利率相对高于短期利率

30 年期和 5 年期美债收益率息差接近 12 个月来的高位



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 21 日美国东部时间晚上 11:44

- **我们认为控制收益率曲线更有可能**，即美联储为较长期美债设定收益率上限。这种措施将有助于财政部卖出新发的较长期债券，帮助高评级借款人以较低的成本获得长期融资，并通过提高债券收益率的相对吸引力，帮助风险较高的借款人获得短期流动性。**与负利率不同，这是美联储曾经使用过的一种政策工具**，我们认为未来它将会认真地加以考虑。

- **上周美联储启用了二级市场企业信贷工具**。正如预期的那样，美联储在开始时少量买入 (仅 3.05 亿美元) 固定收益交易所交易基金。**我们预计美联储将在这个方面相对不作为**，仅会购买足以体现其信誉并证明运作基础没有问题的债券；在债券发行和交易正常运作的情况下，美联储没有理由进行更积极的干预。

加拿大

Carolyn Schroeder 和 Ryan Harder – 多伦多

- **4 月加拿大消费物价指数 (CPI) 同比下跌 0.2%**，3 月则上涨了 0.9%。这是**自 2009 年 9 月以来 CPI 首次同比下跌**。汽油价格连续第二个月大幅下跌，成为总体通胀趋缓的重要因素。由于核心价格和能源价格下跌，食品价格在需求强劲和有时供应链中断的情况下大幅上涨。随着该国继续重启，经济也进入复苏模式，**我们相信加拿大央行的重点将转移到支持经济增长和让通胀率恢复至 2% 的目标之上**。尽管能源价格下跌的影响逐渐消退，加拿大皇家银行经济研究部预计需求持续下降将使得通胀率持续低于2%。因此，加拿大央行有必要继续实施包括延长低利率期在内的刺激措施，甚至扩大量化宽松政策。

- 本周**加拿大央行公布了企业债券购买计划 (CBPP) 的资格标准**，为央行从 5 月 26 日开始直接购买企业债券铺平了道路。只有被至少一家评级机构评为 BBB 或更高级别的债券才符合购买资格，除非它们在 4 月 15 日首次计划公布后被降级，在这种情况下，只要其最高评级处于 BBB- 或更高级别，就仍符合该计划的资格。该计划的既定目标是“支持企业债券市场的流动性和正常运作”，这意味着**可能会减轻**符合资格要求而**难以出售的债券的部分压力**。

欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **英国央行行长贝利 (Andrew Bailey) 在负利率问题上释出更加开放的态度**，英国央行将在今年晚些时候对工具箱进行更广泛评估时对此加以考虑。鉴于负利率尤其可能会对银行业产生不利影响，我们仍认为英国央行的下一步行动将是扩大资产购买计划。当前市场预计 2021 年 2 月降息的概率为 10%，而这将使利率进入负值区间。

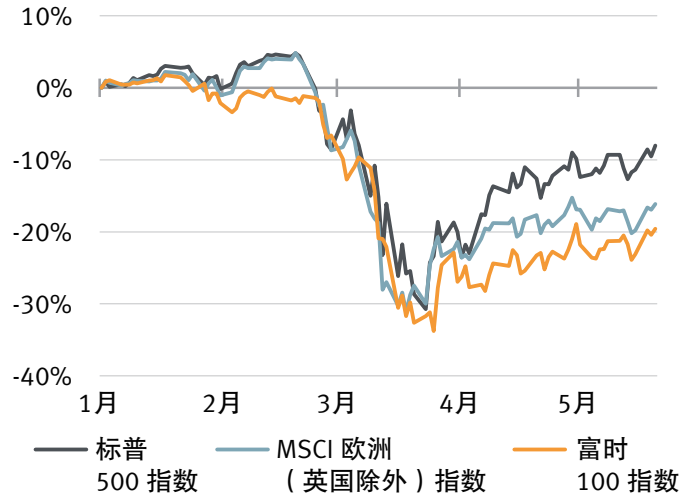
- 经过两个月的犹豫不决之后，欧盟应对大流行的联合财政措施终于成形，**法国和德国雄心勃勃地提议用 5000 亿欧元的全欧复苏基金大幅增加欧盟预算**，该金额超出该地区 GDP 的 3.5%。它将为整个地区的重建工作提供资金，并向受疫情影响最严重的部门和地区拨款。

- 欧盟的联合反应是对各国政府采取快速和实质性危机反应的重要补充。在受危机最严重影响的国家 (如意大利和西班牙)，**我们认为如果没有这样的团结表现，反欧盟情绪将被点燃**。

- **该提议还远未成定局**，因为还必须得到所有成员国和欧洲议会的同意。德国已经作出重大让步，不再捂紧钱袋，或许能够说服其它志同道合的节俭国家仿而效之。就目前而言，这一大胆提议改变了联合应对辩论的基调，使意大利的借贷成本有所下降。

疫情应对迟缓令欧股滞后

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 20 日

亚太区

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

- 本周美中紧张关系再次升级给亚洲市场增添了变数。5 月 15 日**美国修改了《外国直接产品规则》(Foreign Direct Product Rule)，禁止中国科技巨头华为及其供应商采购美国境外制造商使用美国技术和软件生产的零部件用于其产品**。此前该禁令只适用于美国公司。该政策可能会影响全球半导体和智能手机供应链，香港和台湾此类行业的公司股价已经面临压力。由于华为已经建立了库存并能够在 9 月中旬之前继续获得芯片，该规定的实际影响可能要到 2020 年下半年才会显现。

- 此外，5 月 20 日**美国参议院批准了一项可能导致中国公司在美国证券交易所摘牌的法案**。美国强化监管可能会影响中国企业未来的上市计划。

- 恒生指数公司宣布**来自香港、内地、澳门和台湾同股不同权和二次上市的公司将被纳入恒生指数和恒生中国企业指数的范畴**，权重上限为 5%。恒生指数将在 2020 年 8 月指数检讨时实施上述变动。这些变动为阿里巴巴 (9988 HK)、小米 (1810 HK) 和美团点评 (3690 HK)纳入恒生指数铺平了道路。香港交易及结算所有限公司(388 HK) 也可能会受益于更多在美国上市的中国公司返港二次上市。

- 在推迟两个多月之后，**全国人民代表大会将于 5 月 22 日揭幕**。值得关注的一个关键问题是年度增长目标。在新冠肺炎疫情爆发之前，市场预计 2020 年中国 GDP 增速将达到 6%-6.5%。但这个目标现在看来似乎并不实际。我们认为在**全国人大会议期间宣布的官方增长目标将表明中国对复苏的信心有多大**，以及实现快速增长将在多大程度上成为一项优先任务。此外，全国人大还可能会宣布更多的财政政策和进一步的经济刺激方案。

市场行情

数据截至 2020 年 5 月 21 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	2,948.51	1.2%	-8.7%	2.9%	7.9%
道琼斯工业平均指数	24,474.12	0.5%	-14.2%	-5.4%	-2.2%
纳斯达克指数	9,284.88	4.4%	3.5%	19.3%	25.6%
罗素 2000 指数	1,347.56	2.8%	-19.2%	-12.8%	-17.7%
标普 / 多伦多综合指数	14,884.85	0.7%	-12.8%	-9.4%	-7.9%
富时全股指数	3,311.40	1.5%	-21.1%	-17.5%	-23.3%
欧洲斯托克 600 指数	340.26	0.1%	-18.2%	-10.3%	-14.0%
欧洲斯托克 50 指数	2,904.98	-0.8%	-22.4%	-14.2%	-18.7%
恒生指数	24,280.03	-1.5%	-13.9%	-12.2%	-22.3%
上证综指	2,867.92	0.3%	-6.0%	-1.3%	-10.8%
日经 225 指数	20,552.31	1.8%	-13.1%	-3.4%	-10.7%
印度 Sensex 指数	30,932.90	-8.3%	-25.0%	-20.6%	-10.6%
新加坡海峡时报指数	2,555.34	-2.6%	-20.7%	-19.7%	-28.0%
巴西 Ibovespa 指数	83,027.10	3.1%	-28.2%	-12.1%	1.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	35,560.76	-2.5%	-18.3%	-17.7%	-21.5%

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)	1,726.46	2.4%	13.8%	35.4%	33.6%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.12	14.4%	-4.1%	18.4%	3.7%
铜 (美元 / 吨)	5,417.50	5.0%	-11.9%	-9.2%	-20.8%
原油 (WTI 现货 / 桶)	34.17	81.4%	-44.0%	-45.8%	-52.7%
原油 (布伦特现货 / 桶)	36.10	42.9%	-45.3%	-50.0%	-54.4%
天然气(美元/百万英热单位)	1.73	-11.4%	-21.1%	-33.9%	-38.5%

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	0.675%	3.6	-124.2	-175.1	-238.4
加拿大 10 年期债券	0.550%	0.3	-115.2	-121.0	-193.6
英国 10 年期债券	0.171%	-6.0	-65.1	-91.2	-130.5
德国 10 年期债券	-0.495%	9.1	-31.0	-43.2	-101.8

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	1.37%	0.1%	5.1%	10.5%	17.5%
美国投资级企业债券	2.54%	0.6%	2.0%	10.4%	18.5%
美国高收益企业债券	7.59%	2.0%	-6.9%	-1.8%	4.3%

货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	99.4460	0.4%	3.2%	1.4%	6.2%
加元 / 美元	0.7167	-0.1%	-6.9%	-3.9%	-8.3%
美元 / 加元	1.3952	0.1%	7.4%	4.1%	9.1%
欧元 / 美元	1.0948	-0.1%	-2.4%	-1.9%	-7.1%
英镑 / 美元	1.2219	-3.0%	-7.8%	-3.8%	-9.0%
澳元 / 美元	0.6564	0.8%	-6.5%	-4.6%	-13.4%
美元 / 日元	107.6000	0.4%	-0.9%	-2.6%	-3.1%
欧元 / 日元	117.7900	0.3%	-3.3%	-4.5%	-10.0%
欧元 / 英镑	0.8959	3.0%	5.9%	2.0%	2.0%
欧元 / 瑞郎	1.0628	0.5%	-2.1%	-5.8%	-9.6%
美元 / 新加坡元	1.4176	0.5%	5.3%	2.9%	5.8%
美元 / 人民币	7.1158	0.7%	2.2%	3.1%	11.5%
美元 / 墨西哥比索	22.8801	-5.4%	20.9%	20.3%	15.4%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5671	1.5%	38.1%	47.3%	51.4%

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 21 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 -6.9%，表示年初至今加元兑美元下跌 6.9%。美元 / 日元为 107.60，表示 1 美元可兑换 107.60 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

Kelly Bogdanova – 美国旧金山
kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Atul Bhatia, CFA – 美国明尼阿波利斯
atul.bhatia@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多
carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Ryan Harder – 加拿大多伦多
ryan.harder@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：Carolyn Schroeder 和 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 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	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]	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。