

全球 透视

周刊

大势在即?

Kelly Bogdanov – 旧金山

入秋以来，美国股市一直加速上涨。这是短暂加速，还是说有适当条件帮助股市安然度过未来可能出现的波动，推动股市进一步上涨？

自 10 月初以来，美国股市一路高歌，标普 500 指数、道琼斯工业平均指数和纳斯达克综合指数均创下历史新高。目前这三大股指均触及两年趋势线。美国以外的许多市场也搭上顺风车。

本轮上涨的背后有五个催化剂：

- “第一阶段”美中贸易协定取得进展
- 三季度财报比担心的要好
- 美联储决定降息，然后在似乎是适当的时间松开油门
- 包括中国和欧洲在内的全球经济数据更加稳定，以及美国消费者和就业数据强劲
- 混乱的英国无协议脱欧带来迫在眉睫的威胁大幅减弱

我们认为始于 2009 年的本轮漫长牛市还将持续一年，但需要一些耐心。

适当条件

加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的技术策略师 Bob Dickey 指出，进一步大幅上涨可能不会马上实现。他认为参与反弹的股票比例尚不足以表明美国主要股指能大幅突破两年趋势线。创下 52 周新高的美国股票数量不及此前突破期的数量，他所关注的其它技术指标也没有那么坚挺。

标普 500 指数创下新高，触及 2 年趋势线



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 11 月 7 日

市场脉搏

- 3 美国制造业站稳脚跟
- 3 加拿大 Keystone 输油管道停运打击加拿大原油行业
- 4 欧洲经济的一线希望？
- 4 软银披露 WeWork 崩溃造成的损失

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2019 年 11 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。

传播：2019 年 11 月 7 日美国东部时间 16:55；制作：美国东部时间 2019 年 11 月 7 日 16:52



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。

尽管如此，我们仍受到以下因素的鼓舞：(1) 本轮反弹的领涨股和 (2) 投资者情绪谨慎。

如图所示，我们认为 10 月初以来半导体、运输、银行和小盘股等“适当”板块一直引领着美国大盘。这些都属于经济敏感型周期性板块，如果经济处于衰退边缘，它们就会很难一起跑赢大盘。这些板块领涨意味着这是建立在坚实基础上的健康涨势。

市场情绪谨慎。根据美国个人投资者协会的数据，40% 的投资者认为自己看好未来六个月走势。该比例高于一个月前的仅 20%，不过与整个牛市周期的平均水平接近。如果看多者的比例在 50% 到 55% 之间，我们就没有那么安心；如果看多者的比例处于 55% 以上的极端水平，我们就会感到担心，因为市场情绪通常都是反向指标。

贸易关键因素

我们认识到反弹期间市场已经消化了很多好消息，尤其是美中贸易方面的消息。谈判双方官员发出的明确和含蓄信号令市场节节攀升。

市场参与者似乎并不关心第一阶段的贸易协议会在何时签署——是按原计划在 11 月签署，还是推迟到 12 月签署，多家新闻媒体都在报道可能会发生的情况。

但我们确实认为市场参与者非常关心特朗普总统和习近平主席签署某种协议。取消的关税越多就越好。据彭博社报道，中美两国正在制定逐步降低关税的框架，这一消息提振了周四的市场，不过稍后路透社在一篇文章中进行了反驳。如果贸易谈判遇到障碍，甚至出现更加糟糕的情况，我们认为美国 and 全球股市将会受到影响。

业绩：现实主义要求

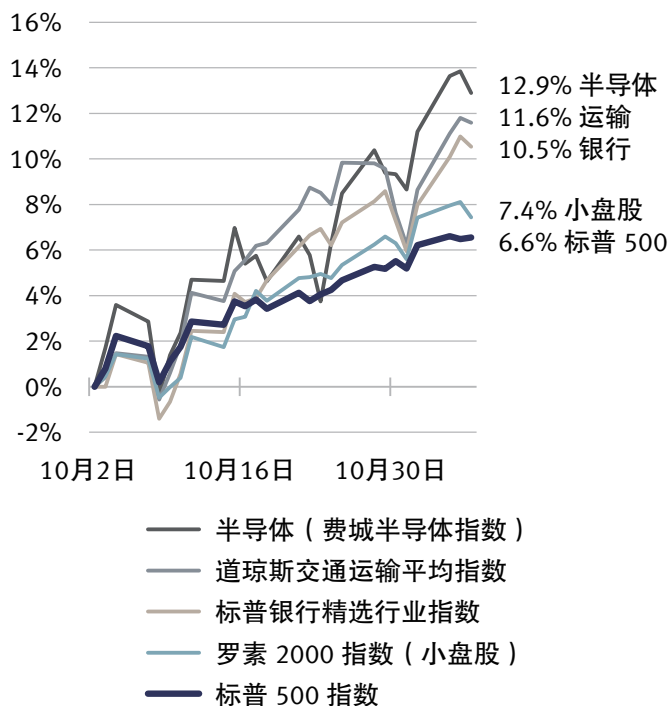
尽管三季度财报比担心的要好，但我们对盈利增长的预期仍不算高，这在很大程度上是由于潜在的经济增长低迷。根据 Refinitiv I/B/E/S 的数据，对 2020 年标普 500 指数的普遍预测已降至略低于每股 180 美元。随着更多的管理团队更新对 2020 年的预测，我们认为未来几个月将继续回落。加拿大皇家银行资本市场预计明年为每股 174 美元，同比上涨 6.7%，这是一个更为现实的水平。

可能需要一些时间

随着时间的推移，我们认为美国主要股指将会走高，但也许需要一些耐心才能看到另一轮大幅上涨。我们将维持对美国 and 全球股票的市值权重配置。

“适当”板块领涨

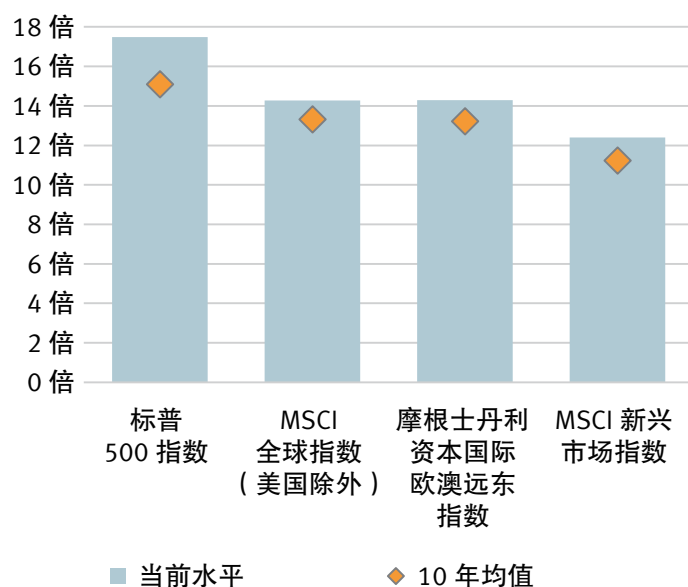
最近反弹期间美国部分指数涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据期间为 2019 年 10 月 2 日至 2019 年 11 月 6 日

主要市场均未估值过高

基于普遍预测的 12 个月远期市盈率



注：EAFE = 欧洲、澳大利亚和远东市场；EM = 新兴市场
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 11 月 6 日



美国

Bill Kuehn(CFA) – 明尼阿波利斯

- **10月非农就业报告中有“捣蛋”的，但也有“给糖”的。**由于通用汽车工厂工人罢工，加上2万名人口普查临时工离职增加了不确定性，因此原本预计总体招聘人数会“捣蛋”。但10月就业数据更像是“给糖”，**12.8万的就业人数超出预期的仅8.5万人。**由于劳动力参与率升至63.3%，达到2012年以来的最高水平，**失业率小幅升至3.6%。**平均时薪与上年同期的3.0%持平，环比涨幅0.2%不及预期，表明尽管劳动力市场吃紧，工资增速仍不足以引发通胀率大幅上升。
- 贸易关税以及全球经济走向的不确定性导致**商业投资大幅下滑**，已连降两个季度，但这并不意味着完全停止招聘。由于商业投资缺乏，**消费者支出继续推动美国经济**，在与中国的贸易战得到最终解决之前，我们预计美国消费者还会继续花钱消费，也仍是经济增长的唯一动力。10月就业报告显示一切如常，美国经济有望避免衰退，在可预见的未来美联储将保持沉默。

- 备受关注的美国供应管理协会 (ISM) 制造业采购经理人指数 (PMI) 仍低于 50，这一水平表明制造业活动陷入衰退。**贸易关税和全球经济放缓使得今年大部分时间里的制造业活动均处于低迷状态；**但随着全球贸易紧张局势缓和，由9月的47.8小幅反弹至10月的48.3表明制造业正**重新站稳脚跟**。此外，ISM非制造业PMI仍远高于50，有助于缓解制造业疲软波及服务业的担忧。服务业占美国经济的比重高达90%。我们认为PMI反弹表明美联储三次降息0.25%后开始控制局面，短期内美国经济有望避免衰退，我们预计**利率不会有任何下行压力**，导致10年期美债收益率重新测试年初迄今的低点1.47%。

ISM 制造业 PMI 触底表明 10 年期美债收益率企稳



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2019年11月7日



加拿大

Carolyn Schroeder 和 Richard Tan (CFA) – 多伦多

- 在每日输送 59 万桶的 Keystone 输油管道停运后，**加拿大重油相对于西德克萨斯中质原油基准的折价扩大至每桶 22 美元左右。**虽然会停运多久尚不得而知，根据之前的先例，加拿大皇家银行资本市场预计输油管道可能需要 7 至 12 天才能恢复正常。与此同时，加拿大皇家银行资本市场估计加拿大的石油库存水平总计约为 1200 万桶的闲置产能，大约相当于 20 天的生产库存。由于铁路运输原油投资递增和阿尔伯塔省政府实施强制减产，总体而言，**我们认为加拿大重油折价幅度不会飙升至 2018 年每桶 52 美元左右的高点。**至于前者，铁路运输到美国墨西哥湾沿岸的成本通常在每桶 16-18 美元之间，因此我们认为折价扩大使得这种运输方式成为更加可行的选择。
- 随着进出口额双双下滑，**9月加拿大贸易逆差**由8月的12亿加元**收窄至9.78亿加元**。9月进口额降幅大于出口额，前者下滑1.7%至508亿加元，后者则下滑1.3%至498亿加元。今年早些时候中国停止购买加拿大菜籽油，并叫停

进口加拿大牛肉和猪肉。最近**中国外交部证实已经恢复红肉进口许可**，并补充说加拿大已经解决了安全问题。与贸易相关的数据不会给加拿大央行带来多少安慰。加拿大央行在下调加拿大经济增长预期的同时，上调了对保护主义和贸易不确定性造成经济损失的预测。**加拿大皇家银行经济研究部认为，该经济体未来最有可能的路径是净贸易和商品领域增长放缓**，但预计在服务业增长的支持下，总体经济仍将保持正向增长。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 欧洲经济数据继续疲软，但**似乎出现了某些初步企稳的迹象**。由于**制造业和服务业均得到改善**，10月IHS Markit欧元区综合采购经理人指数(PMI)环比微升至50.6，并超出普遍预期。
- 德国出现大范围疲软现象，9月工业产值环比下滑0.6%，拖累三季度工业产值季度环比下滑1.1%。由于工业约占德国GDP四分之一的比重，加拿大皇家银行资本市场估计仅这个行业就可能**导致三季度增速减少约0.3%**，并可能导致德国经济陷入技术性衰退。但并非所有数据都在恶化，**尽管9月德国工厂销售额环比下滑1.3%，工厂订单却环比增长了1.3%**。
- 由于贸易和地缘政治紧张局势以及英国脱欧压力，**欧盟委员会将明年两年的经济增长预期分别下调至1.1%和1.2%**。
- 在欧元区 and 英国经济低迷的背景下，**三季度企业盈利增幅微薄并不足为奇**。本财报季迄今为止，欧洲斯托克600指数的整体每股收益(EPS)负向增长，同比增幅为-4%。但这一总体数字**显著受到能源板块的影响**，与去年同期相比，能源行业的业绩一直跟随油价走弱。剔除能源板块后的每股收益正向增长，但仍处于较低水平，增幅为2%。
- **必需消费品行业的业绩尤其表现不一**，56%的公司不及普遍预测，44%的公司则好于普遍预测。总体而言，整个行

业的经营环境似乎愈加艰难，尤其是在需求疲软的环境下更加难以实现销量增长。我们认为**对于长线投资者而言，泛欧必需消费品板块仍是诱人的猎场**，但本财报季提醒投资者该板块的选股要非常谨慎。



亚太区

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

- **由于市场对签订阶段性的中美贸易协定感到乐观，本周早些时候亚洲股市小幅走高**。不过，彭博社11月6日报道称**两国可能要到12月才会签署该协议**。近期双方一直设法就达成一项有限协议进行谈判，即美国降低对中国进口商品的部分关税，以换取中国恢复购买美国农产品。
- **本周迄今恒生指数上涨2.8%**，成为本地区表现最佳的股指。10月香港IHS Markit采购经理人指数(PMI)由9月的41.5进一步下滑至39.3。**香港已陷入技术性衰退，即将公布的经济数据也许会显示经济继续减速**。不过，尽管目前形势黯淡，政治紧张局势出现任何缓解或中美之间达成一项温和的贸易协议都可能导致经济数据出现反弹。值得注意的是，恒生指数的远期市净率仅为1.12倍，远期市盈率为10.9倍。
- **10月财新/Markit中国服务业PMI降至51.1，为8个月来的最低水平**。不过，10月综合PMI从9月的51.9升至52.0，制造业活动意外升至两年多来的最高水平。
- **11月7日软银(9984 JP)股价跌幅高达4.2%**。在**减记WeWork、优步(Uber)和其它投资之后**，该公司录得**65亿美元的运营亏损**。在美国共享办公公司WeWork计划上市之前，软银及其愿景基金(Vision Fund)已经向该公司投资100多亿美元，将WeWork的估值推高至470亿美元。但在尝试上市失败后，WeWork面临现金短缺，迫使软银提供95亿美元的救助计划，并收购了该公司80%的股份。在救助计划中，WeWork的估值跌至不到80亿美元。



市场行情

数据截至 2019 年 11 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	3,085.18	1.6%	23.1%	9.6%	19.1%
道琼斯工业平均指数	27,674.80	2.3%	18.6%	5.7%	17.5%
NASDAQ	8,434.52	1.7%	27.1%	11.4%	24.6%
罗素 2000 指数	1,593.99	2.0%	18.2%	0.7%	7.8%
标普 / 多伦多综合指数	16,805.75	2.0%	17.3%	9.3%	4.2%
富时全股指数	4,078.83	2.1%	11.0%	4.3%	-1.3%
欧洲斯托克 600 指数	406.56	2.5%	20.4%	11.0%	3.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,706.68	2.8%	23.5%	14.2%	1.3%
恒生指数	27,847.23	3.5%	7.7%	6.5%	-4.0%
上证综指	2,978.71	1.7%	19.4%	12.8%	-12.7%
日经 225 指数	23,330.32	1.8%	16.6%	5.6%	1.7%
印度 Sensex 指数	40,653.74	1.3%	12.7%	15.4%	21.8%
新加坡海峡时报指数	3,285.72	1.7%	7.1%	7.2%	-3.7%
巴西 Ibovespa 指数	109,580.60	2.2%	24.7%	24.9%	51.3
墨西哥 Bolsa IPC 指数	44,119.90	1.8%	6.0%	-6.0%	-10.0%
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)	1,467.80	-3.0%	14.5%	19.7%	15.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.10	-5.6%	10.4%	17.3%	0.9%
铜 (美元 / 吨)	5,888.50	2.1%	-1.0%	-4.6%	-13.3%
原油 (WTI 现货 / 桶)	57.15	5.5%	25.9%	-7.3%	-0.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	62.26	3.4%	15.7%	-13.6%	-2.2%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.79%	6.0%	-5.1%	-21.5%	-11.5%

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	1.923%	23.2	-76.2	-131.3	-39.2
加拿大 10 年期债券	1.615%	20.3	-35.2	-92.3	-27.9
英国 10 年期债券	0.793%	16.4	-48.4	-74.0	-43.8
德国 10 年期债券	-0.233%	17.4	-47.5	-68.0	-56.0
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	2.32%	-0.5%	8.3%	11.1%	8.3%
美国投资级企业债券	2.92%	-0.6%	13.3%	14.5%	11.0%
美国高收益企业债券	5.62%	0.2%	12.0%	8.0%	9.8%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	98.1370	0.8%	2.0%	2.2%	3.4%
加元 / 美元	0.7590	-0.1%	3.5%	-0.5%	-3.0%
美元 / 加元	1.3175	0.1%	-3.4%	0.5%	3.1%
欧元 / 美元	1.1051	-0.9%	-3.6%	-3.3%	-4.6%
英镑 / 美元	1.2814	-1.0%	0.5%	-2.4%	-2.7%
澳元 / 美元	0.6900	0.1%	-2.1%	-5.2%	-9.7%
美元 / 日元	109.3100	1.2%	-0.3%	-3.7%	-4.1%
欧元 / 日元	120.7900	0.2%	-4.0%	-6.9%	-8.6%
欧元 / 英镑	0.8624	0.1%	-4.1%	-0.9%	-2.0%
欧元 / 瑞郎	1.0994	-0.1%	-2.3%	-4.0%	-5.1%
美元 / 新加坡元	1.3572	-0.2%	-0.4%	-1.1%	-0.5%
美元 / 人民币	6.9784	-0.9%	1.5%	0.8%	5.1%
美元 / 墨西哥比索	19.1368	-0.5%	-2.6%	-3.7%	-0.1%
美元 / 巴西雷亚尔	4.1010	2.1%	5.8%	9.7%	25.3%

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 2019 年 11 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 0.75, 表示 1 加元可兑换 0.75 美元。加元兑美元回报为 3.5%, 表示年初至今加元兑美元上涨 3.5%。美元兑日元为 109.31, 表示 1 美元可购买 109.31 日元。美元兑日元回报为 -0.3%, 表示年初至今美元兑日元下跌了 0.3%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Bill Kuehn, CFA – 美国明尼阿波利斯

william.kuehn@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

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： Carolyn Schroeder 和 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 2019 年 9 月 30 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]	748	51.73	208	27.81
持有[与板块持平]	618	42.74	126	20.39
卖出[跑输板块]	80	5.53	3	3.75

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 2019 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 2019 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 2019 年

版权所有 © 加拿大皇家银行 2019 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。