

全球 透视

周刊

2020 年前景绝非 20/20

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

全球收益率暴跌令 2019 年投资组合表现强劲，但 2020 年不太可能重演这一幕。由于 2020 年前景愈加不明朗，本期我们来探讨固定收益投资组合的配置。

随着投资行业传统的年度展望进入高潮，有一件事正变得越来越清晰，那就是前景不怎么样。

对于固定收益投资者而言，也许前景更具挑战性。如图表所示，过去 12 个月全球债券收益率暴跌是我们在金融危机后时期所见过的最大跌幅。但收益率下跌也使得整体表现超乎寻常。同期彭博巴克莱美国债券综合指数 (Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index) 的回报率为 11%，这是过去 30 年来的罕见表现。尽管 2019 年的投资组合报表也许看似不错，许多投资者想知道是否会从此开始一路下跌。

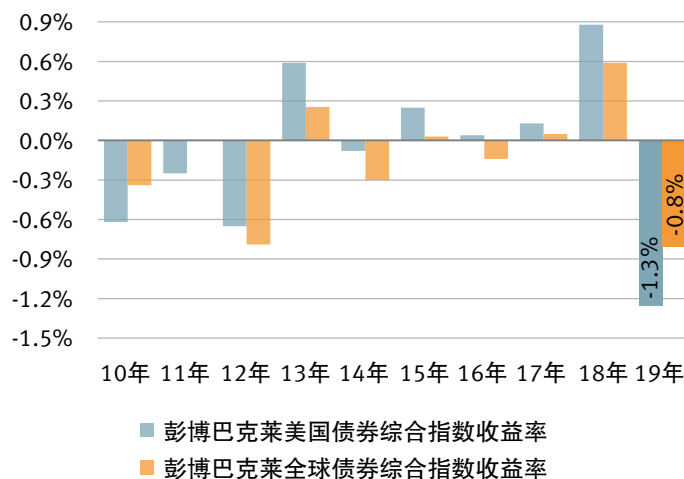
因此，经过固定收益表现上佳的好年头之后，在前景不确定的情况下，以下是我们对未来一年美国固定收益投资组合配置的看法。

2020 年美国固定收益策略

第 2 页的图表显示了过去 5 年美国主要固定收益板块的总回报涨跌幅。值得注意的是，一年中表现最佳的往往是下一年表现最差的。

表中还显示了我们预计 2020 年表现的排位情况。你可能已经注意到它跟 2015 年的情况相同，当时美债收益率几无变化，全年信贷息差（即对美债信贷风险收益率的补偿）则随着全球经济增长担忧加剧持续扩大。似曾相识？这基本上形成了我们预测 2020 年走势的背景。

2019 年收益率降至零下预示 2020 年面临挑战



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；12 个月收益率动态变化的时间段为每年 11 月 21 日至 11 月 20 日

市场脉搏

- 3 解读美国劳务市场关键趋势
- 3 加拿大制造业现状
- 4 法国奢侈品巨头迈出大胆一步
- 4 美国会通过亲港权利法案

下期全球透视周刊将于 12 月 5 日发行。

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2019 年 11 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。

传播：美国东部时间 2019 年 11 月 21 日 17:11；制作：美国东部时间 2019 年 11 月 21 日 17:08



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。

就像以前那样，美债收益率的走向将决定 2020 年多数固定收益资产类别的表现，因为多数资产定价均反映了与美债的差距，只是大小不同而已。

首先来看我们预期的国债回报率。目前 10 年期美债收益率约为 1.75%，我们认为到 2020 年底时将接近这一水平，如果不是略低的话。在这种情况下，年内美债收益率应该在 2% 左右。因此，相对于这一基准，我们认为有三个板块的表现将优于美债，另有两个板块表现落后。

三个跑赢美债的板块 *

市政债券 – 当前收益率：

1.83%；五年期

2019 年投资者对市政债券的需求强劲，新发市政债券却未能跟上节奏。尽管明年有望增加供应，我们认为需求将保持不变。当前市政债券的相对价值似乎令人满意，因为 10 年期市政债券的收益率约为美债的 88%，与近期均值一致，而该板块的抗跌特性应该会继续吸引投资者。

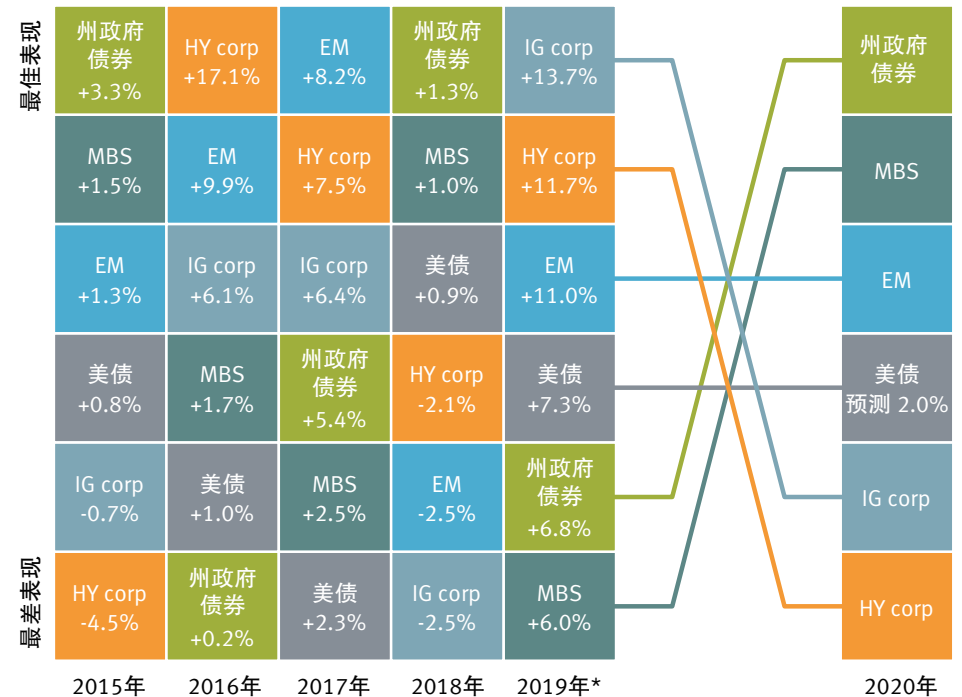
机构抵押贷款支持证券 (MBS) – 当前收益率：2.50%；三年期
我们认为 2020 年机构 MBS 有利的形势将非常有利。尽管存在经济阻力和不确定性，低失业率、工资不断上涨和抵押贷款利率较低等对美国房地产市场而言的有利因素应该足以抵消这些不利因素。该板块受益于期限缩短、美国政府全力支持以及相对价值诱人，收益率比美债高出 0.50%，接近 2013 年以来的最高水准。

新兴市场政府债券 – 当前收益率：5.05%；6 年期

以美元计价的新兴市场债券也许看似跟全球经济发展相悖，但我们认为目前来看存在价值，而 2019 年全球央行政策宽松有望在 2020 年看到结果，新兴市场债券很可能因而受益。在收益率不断下滑的情况下，新兴市场 5.05% 的收益率接近过去 5 年的平均水平，对于具有适当风险承受能力的投资者来说，这也许是一个能为投资组合增加收益的板块。

* 久期是衡量收益率变动敏感性的指标，即 5 年期意味着收益率每升 1 个百分点，债券价格将下跌约 5%，反之亦然。

回报率排名：我们认为 2019 年表现最差的债券将成为 2020 年的榜样



注：MBS = 机构抵押贷款支持证券、EM = 新兴市场政府债券、IG corp = 投资级企业债券、HY corp = 高收益企业 资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博巴克莱债券指数；*2019 年回报率截至 2019 年 11 月 19 日

两个跑输美债的板块

投资级企业债券 – 当前收益率：2.87%；8 年期

如图表所示，2019 年投资级企业债券以 14% 的回报率领跑，明年要有这样的表现几无可能。该板块当前的收益率仅比可比美债高出 1.06%，远低于平均水平。如果经济风险上升，息差也可能会扩大，从而可能导致总回报率落后于美债。

高收益企业债券 – 当前收益率：5.81%；三年期

最后，虽然高收益企业债券承担的利率风险不大，却承担着较高的信用风险，而且当前估值似乎偏高，因为该板块的收益率低于 6%，仅比国债高出 4%，接近多年来的最低水平。

应对市场起伏

尽管许多人预计 2020 年市场波动性将会加大，但固定收益投资者将有幸知道其投资的未来价值正常，除非出现违约。对于买入并持有的投资者而言，我们认为无需担心债券价格的月度环比和年度同比波动。但在不确定性增加的情况下，了解年度同比风险敞口有助于保持业绩稳健。



美国

Alan Robinson – 西雅图

- 在美国国会通过一项法案之后，中美贸易谈判再次成为人们关注的焦点。该法案规定**如果裁定香港未能从中国获得充分的自治权，可以撤销香港的特别贸易地位**。股票应声下挫，但幅度不算太大。考虑到与中国的紧张关系加剧可能造成贸易谈判恶化的负面影响，表面上看似令人意外。不过**市场反应相对温和表明，投资者相信双方仍在寻求贸易“胜利”**，从而转移人们对美国弹劾调查和香港骚乱等国内问题的注意力。中国淡化了针对该法案的报复凸显了这一点，另据彭博社报道称，中方首席贸易谈判代表对达成潜在协议持谨慎乐观态度。
- **加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的美国股票策略负责人 Lori Calvasina 公布了截至 2019 年 9 月第三季度的对冲基金最新持股情况**。我们之所以关注这项调查，是因为它往往反映了投资流动的显著变化以及对板块和类别表现的中期影响。最新评估首次将 9 月数据包含在内，期间出现了从成长型股票到价值型股票的轮换。Calvasina 的研究暗示精明投资者 (smart money) 对价值型股票仍投资不足，**如果由成长型股票转向价值型股票的趋势持续下去，那么对冲基金可能会成为价值型股票的主要增量买家**。
- 截至 11 月 16 日结束的当周，**初请失业津贴人数增加至 22.7 万人**。这些数据在**预示经济变化方面记录良好**，是我们跟踪监测美国经济衰退概率的六个关键指标之一。近期回升的引人注目之处在于它**打破了数据长期连续“一再走低”**的趋势，更重要的是今年已是第 5 次上穿 20 个月移动均线。一个数据点不能代表趋势，但考虑到当前经济扩张的阶段，我们将更加密切地关注该数据系列。



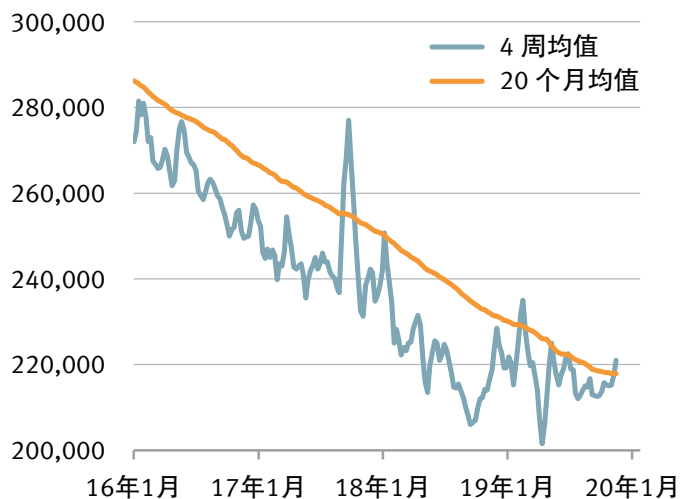
加拿大

Arete Zafiriou 和 Sayada Nabi – 多伦多

- **9 月加拿大制造业销售额降至 574 亿加元，较 8 月下滑 0.2%，较 2018 年 9 月则下滑了 1.2%**。销售额受到服装制

主要劳务市场指标的潜在趋势变化

首次申领失业救济金人数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美国劳工部；每周数据截至 2019 年 11 月 16 日，已剔除季节性因素

制造业、电气设备、家电和元件、印刷及相关配套活动等行业的拖累。在 9 月，21 个行业当中有十个行业销售额下滑，约占加拿大制造业的 62%。根据加拿大统计局的数据，9 月和 10 月汽车工人联合会罢工对很多汽车厂造成了影响，石油和煤炭生产行业也由于维修导致部分停工而受损。加拿大皇家银行经济研究部认为这些属于临时因素，但汽车行业疲软可能会持续整个冬季。展望未来，**加拿大皇家银行经济研究部预计美中贸易将成为影响加拿大制造业销售的关键因素，因为任何有助于美国制造业的因素同样也有助于跨境生产链**。

- 加拿大皇家银行经济研究部的数据显示 **10 月加拿大房地产市场供应趋紧，但房价仍有可能加速回升**。10 月全国房价指数同比上升 1.8%，环比则上升 1.3%。加拿大皇家银行经济研究部指出房屋售价加速上涨，过去四个月涨速明显加快。尽管房屋售价上涨，在经过连续七个月的增长之后，二手房供应量相对平稳。跟 9 月相比，房源减少了 1.8%，使得市场供应量和购房者的选择受到限制。这进而将出售 / 新增挂牌数比率推高至 0.64，表明市场供需状况趋紧。尽管加拿大各地房地产市场面临不同挑战，加拿大皇家银行经济研究部认为购房者需求已恢复至正常水平，供需状况紧张，房价正以温和速度上涨。展望明年，**加拿大皇家**

银行经济研究部预计低利率、劳务市场强劲和人口快速增长将继续推动复苏。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 过去一周企业新闻源源不断，弥补了宏观经济数据的不足。
- 在欧洲，市值几乎相当于欧陆四大银行总和的**法国奢侈品巨头路易威登 (LVMH) 提高了对以订婚戒指闻名的美国珠宝商蒂芙尼 (Tiffany) 的收购出价**。《金融时报》报道称，这家拥有酩悦 (Moët) 香槟和泰格豪雅 (TAG Heuer) 手表品牌的公司将出价提高到略低于 160 亿美元，相当于每股 130 美元，比两家公司开始谈判前的股价高出约 30%。**考虑到路易威登三分之一的销售额来自经济增长正在减速的亚洲，这可谓大胆之举。**
- **与此同时，英国工党誓言将把英国电信集团的 Openreach 部门收归国有，如果能在 12 月的大选中获胜的话。**这是该党到 2030 年时为英国所有家庭和企业免费提供全光纤宽带承诺的一部分。**对英国电信而言这堪称重大负面消息，不过我们认为实现的可能性不大，**因为当前民意调查显示工党多数派政府属于低概率事件。正如上周《全球透视周刊》聚焦文章“[英国脱欧破局？](#)”所强调的那样，我们认

港股因局势动荡持续下跌

恒生指数相对于标普 500 指数的回报率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；每周数据时间范围为 2018 年 1 月 1 日至 2019 年 11 月 15 日

为国有化议程等工党最极端的政策不太可能在工党少数派政府的情况下得到实施。

- 此外，由于消息称美国卫生与公众服务部放弃了将香烟中的尼古丁含量降至非成瘾水平的计划，**英美烟草公司的股价上涨 3%**。该公司超过 40% 的利润来自美国。
- **英杰华在资本市场日公布了最新战略，重点是简化现有业务并提高执行力，**而不是市场参与者普遍预期的集团形态发生重大转变。上任不久的首席执行官表示他“致力于让英杰华运作得更好”。
- **Sage Group 的全年业绩与普遍预期基本一致。**在表示将出售 Sage Pay 支付业务后，该公司宣布获得 2.5 亿英镑的资本回报。



亚大区

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

- 本周亚洲股市在很大程度上受到贸易谈判消息的影响。据彭博社报道，**中国首席谈判代表、国务院副总理刘鹤表示对与美国达成第一阶段贸易协议持“谨慎乐观”态度。然而，美国国会通过《香港人权与民主法案》，**要求美国国务院对香港是否仍享有充分自治权进行年度审查，从而证明其特殊贸易特地位的合理性，并授权美国总统通过对内地官员实施制裁等措施防止美国公民和其它在港人士引渡或绑架到中国。特朗普总统可能会签署该法案，这给中美关系增添了变数。
- **香港经济数据继续恶化。8-10 月香港的失业率由 7-9 月的 2.9% 升至 3.1%。**食品和饮料服务业的失业率升至 6.1%，为 6 年多来的最高水平。此外，彭博社汇编的数据显示 10 月香港地铁系统的乘客人数同比减少 25.6%，至 1.085 亿人。为了修复被抗议者破坏的设施，最近港铁公司 (66 HK) 一直在关闭其地铁线路。我们预计即将公布的经济数据将显示经济进一步走软。
- **为了降低借贷成本、提振经济，11 月 20 日中国下调了基准新利率——**贷款优惠利率 (LPR)。作为许多贷款机构的抵押贷款利率的基础，5 年期 LPR 为已由 4.85% 降至 4.80%。一年期贷款利率由 4.20% 降至 4.15%。



市场行情

数据截至 2019 年 11 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	3,103.54	2.2%	23.8%	17.1%	19.4%
道琼斯工业平均指数	27,766.29	2.7%	19.0%	13.5%	17.7%
NASDAQ	8,506.21	2.6%	28.2%	22.0%	24.0%
罗素 2000 指数	1,583.99	1.4%	17.5%	6.4%	4.3%
标普 / 多伦多综合指数	16,999.19	3.1%	18.7%	12.6%	5.7%
富时全股指数	4,002.37	0.2%	8.9%	3.7%	-1.7%
欧洲斯托克 600 指数	402.22	1.4%	19.1%	13.3%	3.6%
欧洲斯托克 50 指数	3,679.66	2.1%	22.6%	16.7%	2.8%
恒生指数	26,466.88	-1.6%	2.4%	1.9%	-11.2%
上证综指	2,903.64	-0.9%	16.4%	9.5%	-14.9%
日经 225 指数	23,038.58	0.5%	15.1%	7.1%	2.8%
印度 Sensex 指数	40,575.17	1.1%	12.5%	15.3%	21.2%
新加坡海峡时报指数	3,192.21	-1.2%	4.0%	5.1%	-6.8%
巴西 Ibovespa 指数	107,496.70	0.3%	22.3%	23.2%	44.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	43,255.43	-0.2%	3.9%	4.2%	-10.2%
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)	1,464.67	-3.2%	14.2%	19.5%	14.4%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.11	-5.5%	10.4%	18.0%	0.9%
铜 (美元 / 吨)	5,855.00	1.5%	-1.6%	-6.6%	-14.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	58.53	8.0%	28.9%	7.5%	3.2%
原油 (布伦特现货 / 桶)	63.66	5.7%	18.3%	0.3%	1.7%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.59	-1.7%	-12.0%	-41.9%	-14.3%

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	1.771%	8.0	-91.4	-129.2	-58.5
加拿大 10 年期债券	1.477%	6.5	-49.0	-88.2	-44.2
英国 10 年期债券	0.754%	12.5	-52.3	-64.2	-52.0
德国 10 年期债券	-0.325%	8.2	-56.7	-70.1	-67.6
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	2.27%	-0.1%	8.8%	11.0%	9.1%
美国投资级企业债券	2.87%	0.0%	13.9%	15.4%	12.0%
美国高收益企业债券	5.81%	-0.1%	11.6%	9.5%	9.9%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.9710	0.6%	1.9%	1.3%	4.3%
加元 / 美元	0.7529	-0.9%	2.7%	-0.4%	-3.8%
美元 / 加元	1.3283	0.9%	-2.6%	0.4%	4.0%
欧元 / 美元	1.1060	-0.8%	-3.5%	-2.8%	-5.8%
英镑 / 美元	1.2906	-0.3%	1.2%	1.0%	-2.5%
澳元 / 美元	0.6787	-1.6%	-3.7%	-6.6%	-10.4%
美元 / 日元	108.6100	0.5%	-1.0%	-3.9%	-3.4%
欧元 / 日元	120.1200	-0.3%	-4.5%	-6.7%	-9.0%
欧元 / 英镑	0.8570	-0.6%	-4.7%	-3.8%	-3.4%
欧元 / 瑞郎	1.0984	-0.2%	-2.4%	-3.0%	-5.6%
美元 / 新加坡元	1.3630	0.2%	0.0%	-0.7%	0.6%
美元 / 人民币	7.0289	-0.1%	2.2%	1.5%	6.0%
美元 / 墨西哥比索	19.3884	0.8%	-1.3%	-4.3%	3.3%
美元 / 巴西雷亚尔	4.1950	4.4%	8.3%	10.5%	28.9%

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 21 日格林尼治时间晚上 8:35。

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 2.7%，表示年初至今加元兑美元上涨 2.7%。美元 / 日元为 108.61，表示 1 美元可兑换 108.61 日元。美元兑日元回报为 -1.0%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.0%。

作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯
tom.garretson@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.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： 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。