

全球 透视

周刊

美国大选 & 市场问题

“万一”因素

Kelly Bogdanova – 旧金山

我们都知道市场讨厌不确定性。如果11月3日之后我们还不知道下任总统是谁，市场将何去何从？本期阐述了我们认为市场应该能够承受这种令人不安局面的原因。

越来越多的投资者问起美国总统大选各种非常规的可能性，尤其是这些可能性会对股市产生何种影响。

最常见的问题是：如果大选出现争议、或者在大选日无人胜券在握该怎么办？

邮寄路线

预计新冠肺炎疫情限制措施和相关的健康担忧将导致邮寄选票激增，这增加了选举结果可能会被推迟的可能性。部分州和法院已经建立了新的计票规则，这将推迟官方对计票结果的认可。

比如说在被政治分析人士视为摇摆州的威斯康辛州和北卡罗来纳州，在11月3日选举日之后的6天和9天内仍会接受邮寄选票，只要邮寄选票的邮戳日期是11月3日。

如果总体上势均力敌，这些州在大选之夜的票数接近，这种延迟可能会给市场带来一些不确定性。不过由于早有讯号，我们认为市场已经基本为此做好准备。

闪回 2000 年

如果本次大选发生争议会怎么样？这是一个完全不同的问题。可能会涉及一个或多个州势均力敌的竞争，从而足以触发自动重新计票。（每个州都有自己的重新计票规则和程序。）

或者，如果其它类型的问题引发诉讼，比如有证据表明选举违规可能会影响选举人票，那么大选就可能发生争议。

有一件事是肯定的：如果大选竞争激烈，预计将会等来法庭诉讼、诉讼、更多的诉讼，以及媒体和社交媒体的疯狂。

2000年布什 (George W. Bush) 和戈尔 (Al Gore) 在佛罗里达州的票数非常接近。佛罗里达州是个有着大量选举人票的摇摆州。

佛罗里达州结果接近触发了全州范围内的自动重新计票。布什的领先优势一度缩小到仅327票。随着事态的发展，布什和戈尔的团队在州法院和联邦法院就是否应进行人工重新计票进行了多次诉讼和申诉（还记得“hanging chads”吗？）（hanging chads是指打孔卡选票未被完全打穿，因而未被机器计算在内。-译注）

市场脉搏

- 3 美联储低利率政策是一大福音
- 3 加拿大房市意外相当强劲
- 4 欧洲经济继续扩张，失业率上升
- 4 恒生指数举步维艰

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年10月1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。

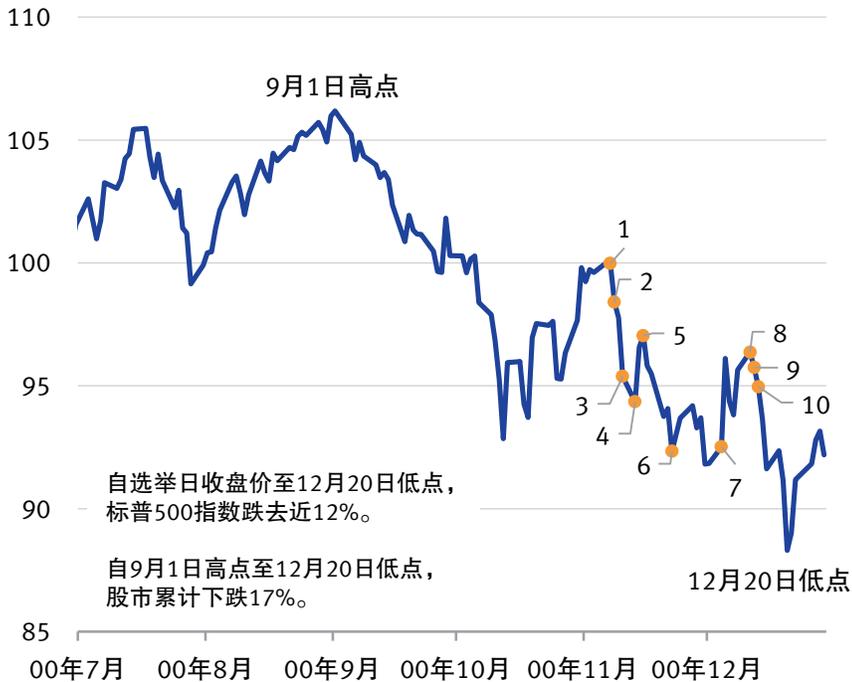
制作：美国东部时间2020年10月1日17:35；传播：美国东部时间2020年10月1日17:45



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。

2000 年布什与戈尔竞选总统佛罗里达州重新计票前后标普 500 指数涨跌幅 *



1 - 大选日

2 - 佛罗里达州初次计票结果非常接近；布什领先。戈尔认输，然后反悔。

3 - 全州强制性机器重新点票即将完成。布什的领先优势缩小到 327 票。

4 - 联邦法官拒绝布什要求停止人工重新计票的请求。

5 - 布劳沃德县开始人工重新计票。

6 - 布什请求美国最高法院阻止佛罗里达州最高法院允许人工重新计票的决定。(布什诉棕榈滩案)

7 - 美国最高法院撤销 (否决) 佛罗里达州最高法院的裁决；案件发回。

8 - 美国最高法院在另一案件中叫停人工重新计票，布什起诉戈尔。

9 - 美国最高法院推翻了佛罗里达州最高法院在布什诉戈尔案中的裁决，重新计票终止。裁决结果为 5 票对 4 票。这实际上等于把佛罗里达州的 25 个选举人票都给了布什。

10 - 戈尔承认布什赢得选举。

* 2000 年标普 500 指数涨跌幅以大选日前一日收盘价为基数 (100 = 2000 年 11 月 6 日)。过往业绩不能保证未来结果。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行资本市场美国股票策略、FactSet、斯坦福法学院、美联社、纽约时报、匹兹堡邮报

有两场官司最终上诉到美国最高法院，法院的裁决对布什团队有利。决定性案例以 5 票对 4 票的裁决完全叫停了人工重新计票。这实际上是将该州的 25 张选举人票给了布什，使他成为第 43 任总统。

标普 500 指数自 11 月 7 日大选日起下跌 12%，在戈尔认输一周后的 12 月 20 日市场触底。

考虑到市场根本没有为这场大选闹剧做好准备，包括多场庭审大战或最高法院的干预。这些事件就像闪电一样突如其来。根本没有先例。这完全是一个意外，所以主要股指都难以承受这一切。

包括两党的掌权者，如总统、众议院议长、其他当选官员，还有许多政治战略家和专家在内，都在公开讨论本轮大选各种不合常规的可能性。对选民来说，此类情况充其量只会令人不安。但从投资的角度来看，这些可能性并非秘密。市场很清楚这次大选可能不会出现完美或正常结果。我们认为这种认识和 2000 年发生的事件会让市场更好地应对这个回合。

同时我们还认为重要的是要记住布什和戈尔之争只是一个特例。一个历史事件不会成为市场趋势。

此外，当前股票的基本面、经济、货币和财政政策都与当时不同。例如，当布什 - 戈尔重新计票的戏码开始上演时，估值过高的科技泡沫开始破裂——事后看来这对市场来说是一个重大历史事件。正如[之前所说](#)，我们认为现在科技股并未像当时那样处于泡沫阶段。

坚持自己的计划

投资者应该意识到 2000 年大选期间出现了市场抛售，本次大选存在短期波动和下行风险。但我们不会根据非典型选举风险调整长期股权配置，尤其是因为这种事件可能是暂时性的。

如果在大选之后发生了非同寻常的事件，甚至大打官司，大部队还将继续前行。在所有问题得到解决之后，在美国证券交易所上市的大公司就会赶上来。这样问题就会得到解决。如果持相反的论点，对大企业、更重要的是对这个国家来说未免赌注过大。

无论是谁当选总统，由哪个政党控制众议院和参议院，重要的是无论大选后是否会出现戏剧性的变化，我们认为未来 12 个月美国经济和盈利至少会有温和增长的空间，因此股价也有上涨的空间。



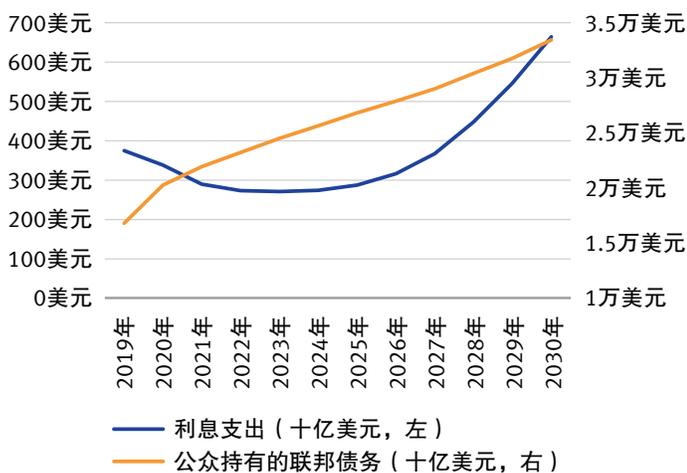
美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- **联邦基金政策不变**…越来越多人预测美联储至少在三年内不会加息，最近美联储主席鲍威尔在国会作证时强调经济复苏的脆弱性，费城联储主席 Patrick Harker 也表示很可能要在 2023 年之后才能恢复至疫情前的水平。美联储的低利率政策也为联邦预算带来了巨大的好处。尽管联邦债务激增，很快就会超过年度 GDP，低利率使得政府债务偿还成本下降。我们预计，经济复苏势头和政府融资需求强劲将使得美联储在至少三年内维持观望态度。
- … **收益率曲线亦是如此**。未来五年到期的美债收益率很难上升，预计美联储在大部分或全部债券期限内都会将融资成本维持零水平。这些较短期债券的有效上限也对 10 年期以上美债起到了锚定作用。其中的一个结果是自美联储宣布平均通胀框架以来美债的波动性较小。由于美联储的政策动向基本上与常规经济报告脱节，我们认为，大选和新冠肺炎疫情等事件也许会使得收益率曲线的变化更少，但幅度可能会更大。
- **“大众企业”感受到了痛苦**。美联储无疑在支持债券发行人方面取得了成功，但它未能在依赖银行借款的企业身上复制这种成功。

使美国联邦债务可控

美联储政策使得总体债务持续增加的同时利息支出减少



资料来源：国会预算办公室、加拿大皇家银行财富管理

美联储旨在帮助这些借款人的“大众企业贷款工具”(Main Street facility) 仅提供了不足 1% 的资金，其中近半来自一家佛罗里达银行。大众企业关注的是偿付能力而不是流动性问题，因此需要财政方面的应对措施。本周华盛顿方面在这方面发出了积极信号，但迄今为止尚无具体行动。



加拿大

Richard Tan(CFA) 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- **加拿大实际 GDP 环比增速**由 6 月的 6.5% 降至 7 月的 3.0%。在 3 月和 4 月出现史上最大幅度的萎缩之后，7 月已是经济连续第三个月实现正向增长。总体经济活动仍低于 2 月疫情前水平，各个行业的复苏情况也不均衡。6 月零售业活动一马当先，回升至疫情前水平。7 月农业、公用事业、金融和保险以及房地产租赁行业均已超过 2 月水平。尽管在最近公布数据的 7 月出现了大幅增长，受到最严重冲击的部门产出仍远低于疫情前水平。7 月住宿和餐饮服务行业的总产出环比上升 20.1%，但与 2 月相比分别下滑了 43% 和 29%。加拿大统计局预计未来 GDP 增速将会放缓，初次估算的 8 月实际 GDP 增速为 1%。
- 在全球疫情的背景之下，可能会让多数读者感到惊讶的是加拿大房地产市场仍相当强劲，几个关键地区（如多伦多、蒙特利尔和温哥华）的房价均实现了同比上涨。根据加拿大皇家银行经济研究部的数据，我们认为同样令人惊讶的是尽管劳动力市场受到严重干扰，二季度平均住房负担能力有所改善。房地产市场走强的驱动因素之一是低利率环境，这降低了抵押贷款融资成本。不过加拿大皇家银行经济研究部认为，主要的驱动因素是居民可支配收入增长。二季度期间加拿大居民工资和薪金总体损失约达 230 亿加元，但政府援助计划抵消了这种损失，流入资金增加了约 560 亿加元。总体上我们认为如果支持计划逐步取消或下调，住房负担能力改善也许不过昙花一现。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 观察人士继续密切关注欧洲，衡量其经济复苏的强度。**欧盟委员会的欧元区经济信心指标由8月的87.7升至9月的91.1，表明尽管速度有所放缓，经济扩张仍在继续。**令人鼓舞的是，9月IHS Markit欧元区制造业采购经理人指数(PMI)证实了这一点，稳定处于扩张区间，由8月的51.7升至53.7。意大利、法国和德国的数据均好于上月水平。普遍预期将于本月早些时候发布的欧元区服务业PMI较为疲弱，因为第二波新冠肺炎疫情的到来导致各国纷纷收紧社交疏离措施，预计这些措施将对其所涵盖的行业产生更大的影响。
- 8月欧元区失业率升至8.1%，**上个月为8.0%，而在2020年2月时曾创下了7.2%的周期低点。迄今为止的临时休假和兼职补贴计划遏制了失业率上升。西班牙也跟随法国和德国的步伐，寻求延长临时休假计划。鉴于西班牙占欧元区所有失业人口的四分之一以上，这也许有助于遏制失业率上升。**但随着复苏失去动力，我们相信未来数月失业率很可能会小幅上升。**
- 能源巨头荷兰皇家壳牌公司宣布，**作为其“重组计划”的一部分，**该公司计划裁员7000至9000人。**该公司估计此举将有助于在**2021年底前实现节约30-40亿美元营运支出的目标。**该集团还介绍了为实现未来低碳能源转型作出的努力。首席执行官表示该集团的上游业务“将确保向壳牌提供强劲的现金流”，并称该业务“对拥有进一步投资于……低碳产品的财务实力至关重要”。此外，壳牌计划通过能源转型扩张液化天然气(LNG)业务，炼油业务则将继续萎缩。



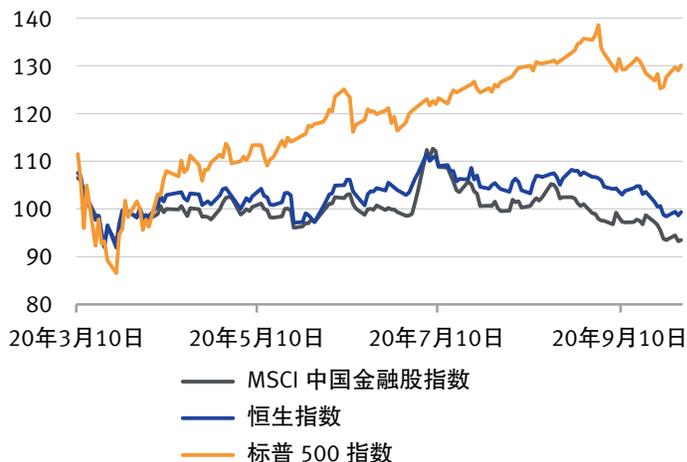
亚太区

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

- 中国国庆假期期间内地和香港股市的交易时间较短。**国庆黄金周将由10月1日持续至10月8日。

港股落后于美股

中国金融股弱于大盘拖累股市



资料来源：彭博社、加拿大皇家银行财富管理；数据范围为2020年3月10日至9月30日；以2020年3月31日为100

- 9月香港股市的表现落后其它亚洲主要股指，**当月恒生指数下跌7.7%。**汇丰银行(5 HK)是恒生指数的第三大权重股，9月表现不及指数。**最近路透社和其它媒体对包括泄密文件在内的广泛负面新闻报道引发了人们对洗钱的担忧，同时由于美中紧张关系，特朗普政府可能实施制裁，使得汇丰银行的股价跌至25年来的最低点。
- 中国银行股也是该指数中表现最差的一类股票。**中国政府要求这些银行牺牲利润，通过降低利率和发放贷款缓解中小企业的财务困难。**由于贷款损失拨备激增，**银行业公布了**10年来最糟糕的二季度业绩。**
- 过去一个月市场对中国房地产行业一直信心疲弱，**主要原因是监管房地产开发商杠杆率的新规出台。但本周投资者对中国恒大地产(3333 HK)流动性的担忧进一步拉低了该板块的股价。恒大地产是中国杠杆率最高的开发商之一。
- 中国经济数据继续呈现强劲复苏的迹象。**继7月同比增长19.6%之后，8月中国工业利润增长了19.1%。与此同时，9月制造业采购经理人指数由一个月前的51升至51.5。这反映了生产持续复苏、工业品出厂价格通缩缓解以及出口增加。此外，由于旅游和娱乐场所的限制放宽，消费也出现回升。



市场行情

数据截至 2020 年 10 月 1 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	3,380.80	0.5%	4.6%	15.0%	15.6%
道琼斯工业平均指数	27,816.90	0.1%	-2.5%	4.7%	4.4%
纳斯达克指数	11,326.51	1.4%	26.2%	43.2%	40.9
罗素 2000 指数	1,531.20	1.6%	-8.2%	2.5%	-8.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,184.54	0.4%	-5.2%	-1.6%	0.5%
富时全股指数	3,290.91	0.3%	-21.6%	-18.5%	-20.2%
欧洲斯托克 600 指数	361.80	0.2%	-13.0%	-6.8%	-5.8%
欧洲斯托克 50 指数	3,194.09	0.0%	-14.7%	-9.2%	-6.4%
恒生指数	23,459.05	0.0%	-16.8%	-10.1%	-15.6%
上证综指	3,218.05	0.0%	5.5%	10.8%	14.1%
日经 225 指数	23,185.12	0.0%	-2.0%	5.9%	-4.4%
印度 Sensex 指数	38,697.05	1.7%	-6.2%	1.0%	5.9%
新加坡海峡时报指数	2,500.74	1.4%	-22.4%	-20.5%	-23.2%
巴西 Ibovespa 指数	95,478.50	0.9%	-17.4%	-8.2%	21.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,626.11	-2.2%	-15.9%	-14.7%	-26.5%
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)	1,905.62	1.0%	25.6%	28.8%	60.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	23.78	2.3%	33.2%	37.9%	64.1%
铜 (美元 / 吨)	6,668.00	0.0%	8.4%	17.9%	6.5%
原油 (WTI 现货 / 桶)	38.72	-3.7%	-36.6%	-27.8%	-48.6%
原油 (布伦特现货 / 桶)	40.85	-0.2%	-38.1%	-30.6%	-51.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.49	-1.4%	13.8%	9.2%	-19.5%

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	0.677%	-0.7	-124.0	-95.8	-240.6
加拿大 10 年期债券	0.552%	-0.9	-115.0	-79.8	-195.5
英国 10 年期债券	0.234%	0.5	-58.8	-23.6	-135.4
德国 10 年期债券	-0.536%	-1.4	-35.1	2.8	-100.7
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	1.18%	0.0%	6.8%	6.8%	18.1%
美国投资级企业债券	2.01%	0.0%	6.6%	7.7%	22.0%
美国高收益企业债券	5.77%	0.0%	0.6%	3.3%	9.6%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.7200	-0.2%	-2.8%	-5.5%	-1.7%
加元 / 美元	0.7529	0.3%	-2.2%	-0.4%	-3.5%
美元 / 加元	1.3283	-0.3%	2.3%	0.5%	3.7%
欧元 / 美元	1.1746	0.2%	4.8%	7.4%	1.5%
英镑 / 美元	1.2888	-0.2%	-2.8%	4.8%	-1.2%
澳元 / 美元	0.7189	0.4%	2.4%	7.2%	-0.5%
美元 / 日元	105.5600	0.1%	-2.8%	-2.0%	-7.3%
欧元 / 日元	123.9800	0.3%	1.8%	5.3%	-6.0%
欧元 / 英镑	0.9114	0.5%	7.7%	2.6%	2.7%
欧元 / 瑞郎	1.0789	-0.1%	-0.6%	-0.7%	-5.3%
美元 / 新加坡元	1.3626	-0.2%	1.2%	-1.6%	-0.7%
美元 / 人民币	6.7908	0.0%	-2.5%	-5.0%	-1.1%
美元 / 墨西哥比索	21.8286	-1.3%	15.3%	10.1%	16.6%
美元 / 巴西雷亚尔	5.6529	0.8%	40.3%	49.6%	40.7%

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 10 月 1 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 -2.2%，表示年初至今加元兑美元下跌 2.2%。美元 / 日元为 105.56，表示 1 美元可兑换 105.56 日元。美元兑日元回报为 -2.8%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 2.8%。

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

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多

arete.zafiriou@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@rbccm.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 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 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]	788	52.96	248	31.47
持有[与板块持平]	619	41.60	135	21.81
卖出[跑输板块]	81	5.44	11	13.58

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。