

全球 透视

周刊

紧张迹象

Frédérique Carrier – 伦敦

由于特朗普政府在贸易问题上采取强硬立场，尽管最近有望取得进展，中美关系依然高度紧张。本期我们探讨中国经济从新冠肺炎疫情中复苏的前景，以及美国大选对两个经济超级大国复杂而不断演变的关系造成的潜在影响。

恼人的紧张关系

本周初有关美中贸易关系的新闻头条似乎令人鼓舞。双方的贸易官员自今年初第一阶段贸易协议签署以来首次直接通话，并对该协议表示乐观。

不过尽管在此方面取得进展，中美关系依然紧张。两天后中国军方向中国南海发射了两枚导弹。此前，中国称在北部渤海海域进行实弹海军演习时，一架美国 U-2 侦察机未经许可闯入禁飞区。美国证实一架 U-2 飞机在该地区飞行，但表示并未违反国际规则。

两国之间的摩擦根深蒂固，冲突已经不只限于强硬的言辞。美国和中国的观察人士现在都在谈论两国潜在的经济脱钩，远超供应链重组的范畴。最近的行动表明两国可能会切断更多的商业联系，尤其是科技行业的联系。

特朗普总统表示使用美国公民个人数据涉及国家安全问题，于近期发布了行政命令，将自 9 月中旬开始禁止使用两款非常受欢迎的中国应用。视频分享应用 TikTok 将被禁用，除非将它的美国业务卖给一家美国公司。微信是一个在全球有超过 12 亿人使用的“超级应用”，它集成了支付服务、电子商务和即时通讯，就像是亚马逊、Facebook、

主要分歧

摩擦缘由

美国对中国的抱怨

贸易盈余	资本管制
国有企业	新冠肺炎源头
合资企业要求	镇压香港抗议活动
窃取知识产权	挑战全球秩序

中国对美国的抱怨

关税	控制全球秩序： 世界银行 世界贸易组织 联合国 国际货币基金 G7
太平洋霸权	
干预香港事务	

资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理

市场脉搏

- 3 道指重大调整
- 3 三季度财报季后的加拿大银行前景
- 4 德国商业信心继续反弹
- 4 美中举行建设性贸易对话

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 8 月 27 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 8 月 27 日 15:19；传播：美国东部时间 2020 年 8 月 27 日 16:43



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。

WhatsApp、PayPal 等的综合体。微信的所有者、中国最大的科技公司腾讯已经在美国提起诉讼，寻求阻止该行政命令。中国政府已经开始审查大多数外国运营的社交媒体应用程序。

此外，特朗普政府表示将加大中国公司在美国证券交易所上市的难度。提案暗示中国公司将被迫从美国交易所退市，除非它们赋予美国监管机构对其进行全面审计的权限。

加上关税和针对华为的禁令等过去两年采取的其它措施，这些禁令无疑会给中国带来经济损失。但对美国公司来说，这些措施也可能同样代价高昂。美国公司的全球营收约有 5% 来自中国，而多年来中国经济增速一直快于美国国内市场。在信息技术等某些行业，中国市场的增长速度是美国市场的五倍。

拜登会改变美中关系态势吗？

特朗普总统在贸易关系上的非常规做法加剧了与中国的紧张关系，但是如果他的政府在即将举行的大选中被取而代之，我们认为也不会彻底改变战略，因为两党都呼吁对中国采取强硬态度。

加拿大皇家银行财富管理的香港股票分析师表示，就中国而言，它似乎准备好了面对多年的尖刻批评。也许是受到近期洪灾令多个省份满目疮痍的影响，最近政府发起了“制止餐饮浪费”运动；这可能表明中国正在为经济持久脱钩做准备，并试图控制对美国农产品进口的依赖。

尽管美国可能继续对中国施压，我们认为在民主党政府的领导下，冲突进一步升级的可能性较小。此外，美国对华政策的信号也许会更具有可预测性，而这可能有助于缓和紧张局势。另外我们还认为，拜登上台后中国股票退市的可能性也会降低。

中国经济反弹是否放缓？

目前中国正从新冠肺炎危机中稳健复苏。二季度 GDP 同比增长 3.2%，在一季度收缩 6.8% 之后出现显著反弹。由于同期世界上其它地区的经济出现萎缩，这一数字显得尤为突出。中国比其它国家更早地通过严格的隔离措施遏制病毒，受病

毒影响最严重的旅游和娱乐行业对中国的影响也相对较小，这些都对中国有所帮助。

中国复苏跟美国的情况正好相反，中国的工业部门在当局向其注入信贷后表现出韧性，消费者需求却只是部分回升。加拿大皇家银行环球资产管理有限公司的首席经济学家 Eric Lascelles 认为，“每个国家都在发挥自己的优势，全能的美国消费者证明了自己的韧性，传奇的中国制造业基地也是如此。”

但在最初的 V 型反弹之后，7 月中国经济数据有所放缓。工业产值仍比一年前高出 5%，尽管与上个月相比略有下降。继 6 月出现增长之后，零售额也同比下滑了 1%。8 月数据显示放缓趋势持续。

一场数十年来最严重的洪灾影响了中国十几个省份，威胁农业的同时还使得基础设施项目陷入停滞。这应该只会产生暂时性的影响，我们预计洪水过后经济活动将会恢复。

Lascelles 预计中国经济增长将受到政府刺激措施的支撑，这些行动已经演变为帮助特定行业的针对性措施。随着经济在刺激措施的持续支持下继续复苏，他预计今年中国的 GDP 增速将仅略高于 1%，2021 年的增速则将高达 8%。不过，预测总是具有不确定性，在很大程度上将取决于洪灾、新冠肺炎疫情和中美关系的演变。

中国股市策略

随着中国经济复苏，中国股市在 3 月底至 7 月初经历了一轮强劲反弹，但此后由于紧张局势加剧，股市一直维持区间震荡。

我们继续以**偏高比重持有除日本以外的亚太区股票**，而这主要归功于中国。中国经济正在稳健复苏，尽管复苏势头有所放缓，但二季度迄今为止企业盈利增速令人惊讶。以大多数指标衡量，相对于其它新兴市场而言，中国股市的估值仍具有吸引力。尽管如此，鉴于中国强调刺激国内需求，以及与美国对立关系持续可能引发更多波动，尤其是对于科技行业而言，我们仍会倾向于专注国内市场的中国股票。



美国

Alan Robinson – 西雅图

- 由于新冠肺炎病例继续逐步减少，本周美国股市再度小幅走高。不过**加拿大皇家银行资本市场有限公司的技术策略师 Bob Dickey 警告称**，“由于投机看涨期权的买方数量达到逾 10 年来前所未有的水平，**市场见顶的迹象不断增多**。”他预计涨幅最大的股票面临的回调风险也最大，当中许多股票正吸引着媒体铺天盖地的报道。
- 由于**苹果 (AAPL) 计划按 1 比 4 的比例拆股**，**标普道琼斯指数宣布将对由 30 只股票构成的道琼斯工业平均指数 (DJIA) 进行调整**。该指数将增加 salesforce.com(CRM)、安进 (Amgen) 和霍尼韦尔 (HON)，同时剔除埃克森美孚 (Exxon Mobil)、辉瑞 (Pfizer) 和雷神 (Raytheon)，目的是**增加不同类型的股票，从而更好地反映美国经济**。由于 DJIA 属于股价加权指数，分拆导致苹果股价下跌将使该指数减少信息技术板块敞口，但不会影响苹果的总市值。
- 另外，将于今年秋季推出的**苹果新系统 iOS 14** 将加入对数据的限制，从而加大向 iPhone 用户投放定向广告的难度。这很可能会**对 Facebook(FB) 和 Alphabet(GOOG) 等公司的广告收入产生负面影响**，这些公司对此颇有怨言。

飓风劳拉的影响或撼动石油市场

西德克萨斯中质油即月合约



资料来源: Refinitiv、加拿大皇家银行财富管理; 数据截至 2020 年 8 月 25 日

- 周中**飓风劳拉**以 4 级风暴的形式在**墨西哥湾沿岸登陆**，这是自 1856 年以来袭击德州和路易斯安那州边境的最强风暴。尽管截至发稿时评估损失还为时过早，由于交易商预计墨西哥湾地区的能源基础设施将会遭到破坏，我们注意到油价仍接近五个月来的高位。加拿大皇家银行资本市场有限公司的大宗商品策略师 Michael Tran 指出，**随着经济复苏和美元下跌，油价已稳步走高，任何供应限制都可能会加大今年夏季相当平静的石油市场的波动性**。美国国家海洋与大气管理局预计今年的飓风季节将会“异常活跃”，被命名的风暴多达 19-25 个。



加拿大

Richard Tan (CFA) – 多伦多

- **加拿大银行公布了 2020 年第三财季业绩**，平均而言好于预期。**银行的资本水平一直是投资者关注的重点**，因为它可在很多方面表明一家银行抵御不可预见的经济冲击 (如新冠肺炎疫情) 的能力。在疫情初期，我们曾特别指出加拿大的资本状况比 2008-2009 年全球金融危机时期要好得多，因此我们相信加拿大银行有望维持各自的股息计划。在公布三季度业绩之后，我们高兴地看到**平均资本水平同比略有改善**。
- 另一个重要的话题是信贷准备的概念。换言之，**银行是否建立了足够的准备金应对贷款损失增加**？简单来说情况仍不稳定，不过随着经济缓慢复苏，**可能会在 2020 年二季度达到信贷准备金的峰值**。
- 考虑到在商业领域的关键角色，总体上加拿大银行属于经济敏感型载体。由于美联储和加拿大银行的增援，**我们预计在可预见的未来利率将维持较低水平**，继而挤压净息差。我们看到近期贵金属和科技股相对走强，使得年初迄今加拿大银行股落后于标普 / 多伦多综指。不过，银行估值与长期平均水平相比并不高，**我们相信在当前环境下股息收益率也具有吸引力**，尤其是在收益率极低的环境之下。



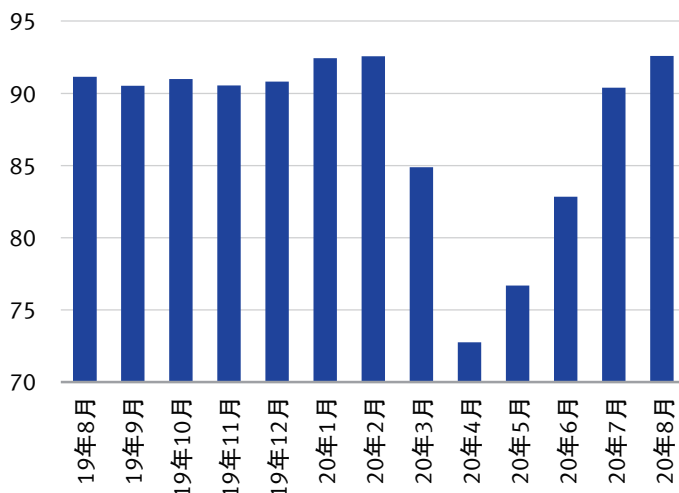
欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **在宣布以 50 亿美元的企业价值收购美国 OSisoft 公司之后，过去一周工程软件公司 AVEVA Group 的股价上涨了 21%，成为欧洲斯托克 600 指数和英国富时 100 指数中表现最佳的股票。管理层预计这笔交易将促进 AVEVA 的增长，以及行业和区域的终端市场业务多样化。**
- 彭博社 8 月 21 日的报道称，**特朗普政府暗示美国公司可以继续使用腾讯的微信应用在中国开展业务。**此后几天全球消费互联网集团 Prosus 的股价上涨了 15%。Prosus 持有腾讯 31% 的股份。此外，Prosus 是有望在 9 月的年度基准评估中进入欧元区蓝筹股指数欧洲斯托克 50 指数的股票之一。
- **与新冠肺炎疫苗研发和疗法相关的数据令人鼓舞提振了旅游和休闲行业，本周该板块上涨了 4.5%，其中航空公司涨幅居前。汽车、化工、工业产品和服务等其它周期性板块同样表现突出。**
- 除了疫苗方面的利好消息之外，**德国总理默克尔同意将德国的工资支持计划延长到 2021 年底，令欧洲周期股受益。**

德国商业信心摆脱春季阴霾

德国 IFO 商业景气指数



资料来源：德国经济研究所、FactSet 月度数据、加拿大皇家银行财富管理

此前，法国、西班牙和意大利等其它主要欧元区国家均已延长工资支持计划，该地区希望避免大规模失业的前景成为疫情后复苏的障碍。

- **令人振奋的是，德国 ifo 商业调查 (对 9000 家德国企业的月度调查) 结果继续回升，总体商业环境指数由 7 月的 90.4 升至 8 月的 92.6 点。受访企业对当前商业状况的评估比上个月“明显更加乐观”，尽管该指标仍处于历史低位，而预期也稍微乐观一些。**



亚太区

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

- 本周亚太股市普遍走高，其中泰国和越南领涨。**MSCI 亚洲 (不含日本) 指数持续走高，达到 2018 年初以来的最高水平。**这种乐观情绪的部分原因是迹象表明美中贸易谈判取得进展 (或没有出现恶化)。由于一系列宏观经济数据喜忧参半，周中股市涨势陷入停滞。
- 本周美中高级贸易官员举行了电话会谈，确认第一阶段贸易协议取得进展。中方称这次会谈是“建设性的对话”。尽管中美这两个世界最大的经济体在技术和国家安全等一系列其它问题上存在分歧，双方还是进行了讨论。虽然两国采取了针锋相对的行动，我们认为保持稳定的经济关系符合两国的利益，而且两国在面临其它有争议的问题时也有维持这种关系的历史。
- 日本首相安倍晋三成为日本连续执政时间最长的首相。日本民众对安倍政府处理新冠肺炎疫情及由此导致经济低迷的态度有所动摇。**另一方面，在最近安倍就医之后，人们对他的健康状况再次表示担忧。**安倍在数天之内二次就医引发了人们对他可能会在任期结束前下台的担忧。在这种情况下，我们认为日本股市可能会暂时出现调整，随后的市场趋势将取决于其继任者的政策。
- 主营支付和金融业务的**蚂蚁金服**是阿里巴巴 (BABA US) 的姐妹公司，**该公司已申请在上海和香港两地上市。**



市场行情

数据截至 2020 年 8 月 27 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	3,484.55	6.5%	7.9%	21.4%	20.3%
道琼斯工业平均指数	28,492.27	7.8%	-0.2%	10.5%	9.4%
纳斯达克指数	11,625.34	8.2%	29.6%	48.5%	45.0%
罗素 2000 指数	1,564.56	5.7%	-6.2%	7.5%	-9.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,731.49	3.5%	-1.9%	3.4%	1.7%
富时全股指数	3,357.92	2.3%	-20.0%	-13.9%	-19.5%
欧洲斯托克 600 指数	370.72	4.0%	-10.9%	-0.8%	-3.9%
欧洲斯托克 50 指数	3,331.04	4.9%	-11.1%	-1.2%	-3.6%
恒生指数	25,281.15	2.8%	-10.3%	-1.5%	-10.6%
上证综指	3,350.11	1.2%	9.8%	15.4%	20.5%
日经 225 指数	23,208.86	6.9%	-1.9%	13.5%	1.8%
印度 Sensex 指数	39,113.47	4.0%	-5.2%	3.9%	1.1%
新加坡海峡时报指数	2,519.81	-0.4%	-21.8%	-17.9%	-21.9%
巴西 Ibovespa 指数	100,623.60	-2.2%	-13.0%	3.4%	29.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	37,647.19	1.7%	-13.5%	-7.4%	-25.3%
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)	1,928.42	-2.4%	27.1%	25.0%	59.2%
白银 (现货美元 / 盎司)	26.99	10.7%	51.2%	48.3%	81.2%
铜 (美元 / 吨)	6,615.00	3.0%	7.6%	16.8%	8.6%
原油 (WTI 现货 / 桶)	43.04	6.9%	-29.5%	-21.6%	-37.5%
原油 (布伦特现货 / 桶)	45.13	4.2%	-31.6%	-24.2%	-40.8%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.58	43.4%	17.8%	17.1%	-10.3%

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	0.751%	22.2	-116.7	-72.1	-209.5
加拿大 10 年期债券	0.664%	19.7	-103.8	-46.1	-163.3
英国 10 年期债券	0.336%	23.2	-48.6	-16.6	-94.2
德国 10 年期债券	-0.407%	11.7	-22.2	28.6	-78.3
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	1.17%	-0.8%	6.9%	6.5%	17.3%
美国投资级企业债券	1.97%	-1.3%	7.0%	7.4%	21.7%
美国高收益企业债券	5.40%	0.7%	1.4%	4.7%	11.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.0020	-0.4%	-3.5%	-5.1%	-1.9%
加元 / 美元	0.7618	2.2%	-1.0%	1.2%	-1.2%
美元 / 加元	1.3123	-2.2%	1.0%	-1.2%	1.2%
欧元 / 美元	1.1822	0.4%	5.4%	6.6%	1.2%
英镑 / 美元	1.3206	0.9%	-0.4%	7.5%	2.4%
澳元 / 美元	0.7258	1.6%	3.4%	7.5%	-1.3%
美元 / 日元	106.5800	0.7%	-1.9%	0.8%	-4.1%
欧元 / 日元	126.0000	1.0%	3.5%	7.4%	-2.9%
欧元 / 英镑	0.8953	-0.5%	5.8%	-0.8%	-1.2%
欧元 / 瑞郎	1.0747	-0.1%	-1.0%	-1.3%	-6.1%
美元 / 新加坡元	1.3662	-0.6%	1.5%	-1.7%	0.3%
美元 / 人民币	6.8941	-1.2%	-1.0%	-3.7%	1.2%
美元 / 墨西哥比索	22.1518	-0.6%	17.0%	10.8%	18.0%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5641	6.6%	38.1%	47.3%	36.3%

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 2020 年 8 月 27 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 0.77，表示 1 加元可兑换 0.77 美元。加元兑美元回报为 -1.0%，表示年初至今美元兑日元下跌了 1.0%。美元 / 日元为 106.58，表示 1 美元可兑换 106.58 日元。美元兑日元回报为 -1.9%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 1.9%。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

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.

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 6 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]	776	51.63	238	30.67
持有[与板块持平]	635	42.25	130	20.47
卖出[跑输板块]	92	6.12	12	13.04

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。我们保留在什么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成员

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。