

# 全球 透视

## 周刊

## 尚未结束？

Frédérique Carrier – 伦敦

Kelly Bogdanova – 旧金山

剧本就这样出现反转。随着科技巨头的股票出现回落，投资者想知道这是一次健康回调，还是会继续调整？本期我们分析市场走势及其对投资组合策略的影响。

美国劳工节假日前的科技股抛售延续至本周，并拖累其它市场。科技股在短短四个交易日内深幅调整 11.4%，而 FANG+ 指数——facebook、亚马逊、苹果、Netflix、Alphabet 的谷歌以及其它科技股的跌幅达 13.6%。原油价格出现 6 月以来的最大单日跌幅，拖累美国和加拿大能源板块在四天之内下跌了约 5%。

这次获利回吐没有明显的催化剂。由于机构投资者在夏季过后调整投资组合头寸，季节性因素也许产生了部分影响。市场还广泛提到期权交易增加。此外，对新冠肺炎疫情社交疏离措施实施时间可能延长的担忧，可能也是导致回调的原因之一。

美国经济已初步实现 V 型反弹，有望在强劲的三季度 GDP 数据中得到体现。不过，加拿大皇家银行资本市场有限公司的首席美国经济学家 Tom Porcelli 认为，四季度及之后经济增长的尾部风险，无论是上行还是下行都是“巨大的”。

虽然全球经济数据依然良好，多数国家的经济指标显示经济正在复苏，某些地区却似乎已经陷入停滞。

- 8 月衡量服务业和制造业活动的财新中国综合采购经理人

指数 (PMI) 稳处 55.1 的水平，尽管财新中国服务业 PMI 为 54，低于 6 月 58.4 的高点。

- 在欧洲，在经历了三个月的大幅反弹后，多数主要国家的经济活动正在放缓，原因是新冠肺炎感染率上升促使各国重新采取更严格的社会疏离措施，对消费导向型行业构成影响。
- 同时自相矛盾的是，美国就业市场复苏降低了第二轮财政救助计划的紧迫性，使得失业工人获得的支持不如以前。

### “健康”回调？

不排除回调会持续更长时间。毕竟，9 月纳斯达克指数 10% 的跌幅跟它最近的突出表现相比几乎没有影响。

### 市场脉搏

- 3 美联储改以平均通胀率为目标
- 3 加拿大央行预计经济复苏长路漫漫且不均衡
- 4 英国政府希望与欧盟达成贸易协议吗？
- 4 疫情恐慌和科技股下挫带动亚股下跌

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 9 月 10 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 9 月 10 日 16:27；传播：美国东部时间 2020 年 9 月 10 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。

此外，我们在 9 月的《全球透视》中指出，如果基金经理仅仅为了与基准指数保持同步而不得不买入股票，或者别人不愿出售这些股票，[标普 500 指数领涨股愈加集中](#)可能会扭曲市场。我们认为如果这种情况最终出现反转，可能会给市场带来痛苦。

由于此次调整主要针对科技股，所以被人拿来跟 2001 年进行比较。不过我们认为与科技泡沫破裂的相似之处被夸大了。当年的美联储正忙着抽走流动性，而为了应对长期资本管理公司(LTCM)对冲基金破产的影响，并为千年问题做好准备，此前的一年里美联储一直在增加流动性扶持金融市场。由于美联储退出，同时许多幻影般的网络公司暴露出估值不可持续的问题，股市暴跌。

当前继续提供流动性支持的前景更为令人鼓舞。美联储在最近的 2020 年经济政策研讨会明确表示，美联储打算在很长一段时间内将利率维持较低水平，放弃其长期以来为防止通胀率上升而采取先发制人的加息政策。欧洲央行、英国央行和日本央行等其它主要央行均实行扶持性货币政策，这些政策有望在很长一段时间内保持不变。

最后，如今美国市场各个板块(科技、通讯服务和非必需消费品)中科技导向型股票的基本面优于科技泡沫时代的股票。我们认为这些细分市场中的许多股票都有着很好的商业模式、多年的盈利增长支撑以及未来的机遇。相比之下，许多助长科技泡沫的网络公司商业模式欠佳，盈利的可能性很小或根本没有，而且它们很快就退出舞台。

### 已经有点过了……

包括我们在内的许多人都曾指出，华尔街和大众商业的命运截然不同，比如说，股市在一路飙升，而美国中小型企业依然举步维艰。

但由于在新冠肺炎疫情期间全新的数字化世界里科技股受到大力追捧，推动看似势不可挡的美国股市，股市上涨的独特性被合理化了，就像通常在大幅上涨期间发生的情况一样。由于在市场上的主导地位，FAANG 的股票(Facebook、亚马逊、苹果、Netflix 和谷歌的母公司 Alphabet)在这种环境下势如破竹。在其它行业陷入困境之际，它们的盈利增长已经超出苛刻的市场预期。人们对此类增长股的普遍热情很快就得到了体现。由于被认为供不应求，投资者愿意为它们越来越高的溢价买单。

### 科技股自新冠肺炎危机开始跑赢大盘

纳斯达克综合指数相对标普 500 等值权重指数的估值



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；  
数据期间：2017年11月17日至2020年9月9日

感到欢欣鼓舞的不仅仅是 FAANG 板块。我们的研究员指出，对增长股的喜好扩大到广泛的科技板块和医疗保健板块，因为这两个板块有望得到新冠肺炎疫情环境的提振。2020 年截至 9 月 2 日，标普中 / 大盘股中有超过 30 只股票的回报率超过 100%，同期超过 90 只股票的回报率超过 40%。这遥遥领先标普 500 指数 11% 的涨幅和标普中型股 400 指数 5% 的跌幅。

30 家大型企业的股价在此期间上涨了一倍多，基本面无疑是强劲的。这些公司的销售额增速(平均约 30%)和盈利增速(平均约 50%)骄人。它们的资产负债表更为强劲，平均而言净现金流几乎达到营运现金流的两倍；他们在资本支出和研发上进行更多的再投资，大约相当于营收总额的 25%。虽然这些公司的盈利质量不错，它们年初迄今的股价回报却似乎有些过了。

### 投资组合检验

由于新冠肺炎感染率仍是头条新闻、美国大选临近、美中紧张关系加剧以及英国脱欧挑战挥之不去，投资者应该为未来几个月的动荡做好准备。标普 500 指数的估值水平是 2021 年每股 166 美元普遍预测的 20.1 倍，表明这种自满情绪在今年夏天就已经形成。我们不敢确定这种自满是否已经完全消除。我们认为回调是评估投资组合配置和持仓情况的好机会，必要时可以优化配置。



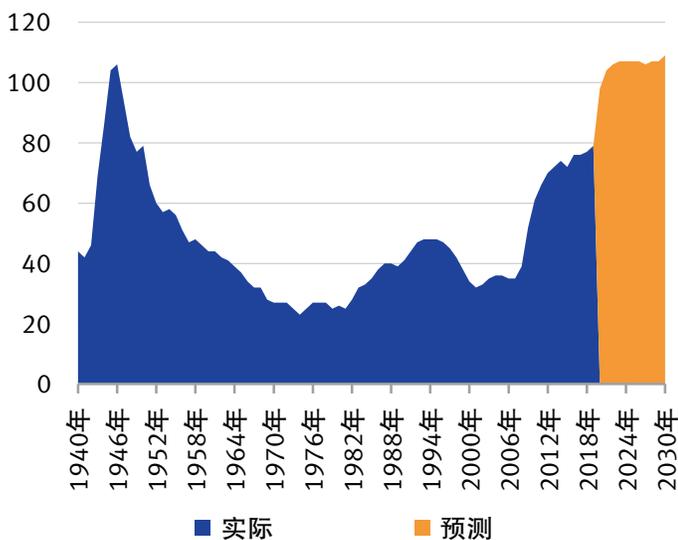
## 美国

Atul Bhatia(CFA) – 明尼阿波利斯

- 在美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 最近宣布**新的平均通胀目标制 (average inflation targeting regime)** 之后，**市场对下周的美联储会议不再有什么期望**。根据新的政策，如果今后一段时间内通胀低于目标水平，美联储可能会选择在较长时间内容忍通胀高于目标水平。新计划缺乏细节，我们预计这次会议上也不会有具体说明，但其实际含义是明确的：**未来数年美联储不太可能收紧货币政策**。
- **尽管货币政策是重点**，自8月初废止失业准备金以来，**财政政策仍基本处于缺失状态**。参议院共和党人试图推行一项3000亿美元的所谓“瘦身”版刺激法案，其中包含一系列经过大幅削减的财政措施；该法案未能在参议院获得通过，目前可以认为已被废弃。要在大选前出台新的财政措施，时间已经所剩无几，因为决策者的注意力正转向10月1日新财年开始后的政府资金来源。
- 联邦政府现有的债务负担让有关额外刺激方案的讨论变得复杂化。来自国会预算办公室的最新经济预测显示，**明年**

## 联邦债务将超美国经济规模

公众持有的联邦债务占美国 GDP 的比例



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美国国会预算办公室；数据截至2020年9月9日

**联邦债务将超过 GDP 的 100%**；这将是二战以来美国首次越过这一界限。真实的数额更高，因为国会预算办公室的估计并未包括社会保障和其它联邦机构的债务。**机构投资者似乎并不关心美国日益加重的负担**，因为财政部通常能够以历史低位或接近的收益率发售新债。

- **在最新一轮股市抛售中，高收益债券表现出了相对的韧性**。原因之一是尽管超低的国债收益率拉低了企业债券收益率，但以历史标准衡量，信用利差（或对单一企业债券风险的补偿）仍处于高位。这为高收益债券提供了消化抛售压力的部分估值缓冲。



## 加拿大

Ryan Harder 和 Sayada Nabi – 多伦多

- 自7月发布最新货币政策报告以来，本周加拿大央行首次举行会议。**隔夜利率、前瞻性指引或量化宽松计划均无变化**；不过，会后声明的措辞显示央行内部的确开始出现**某种谨慎乐观情绪**，“商品消费和楼市活动好于预期在很大程度上反映了受到压抑的需求。”尽管如此，加拿大央行重申经济复苏路径取决于新冠肺炎疫情态势，**在迄今为止的强劲重启之后很可能是一个“漫长而不均衡的复苏阶段”**。
- 在全球努力摆脱由大流行引发的经济衰退之际，经济复苏是一个主要关切。**加拿大皇家银行经济研究部预计2020年加拿大经济产出无法恢复到大流行前的水平**，并预计年底时GDP与大流行前的水平存在4.4%的差距。自春季低点以来，超过三分之二的失业工人已经重返工作岗位，加拿大皇家银行经济研究部认为许多增长压力都已经成为过去时。劳动力市场状况改善加上政府援助已在各个经济部门得到反映，推动消费支出超出新冠肺炎疫情爆发前水平。**7月住房销售强劲增长**，而随着政府放松限制措施，制造业和贸易活动也有所反弹。考虑到这些经济积极因素，**加拿大皇家银行经济研究部将第三季度的年化增长率预测向上修正为40%，并预计四季度的增长率还将上调6%**。



## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **本周冗长乏味的英国脱欧出现了意想不到的转折**，英国政府提出一份草案，为该国在 2020 年底退出欧盟单一市场后的国内市场制定规则。**该草案事实上推翻了脱欧协议中的关键承诺**，包括英国如何落实爱尔兰和北爱尔兰之间的海关安排，这是耶稣受难日协议维护和平的关键。竞争和国家援助也成为争论的焦点。实际上，英国政府的提议违背了它参与谈判并投票通过的一项国际协议。
- 这是一种谈判策略吗？也许。不过这让人怀疑英国政府是否真的寻求达成协议。**我们初步估计英国无法在年底前达成贸易协议的风险略高于 50%**。由于英国与美国的自由贸易协定谈判仍处于僵局，这将进一步阻碍本已疲软的英国经济。月初以来英镑兑美元汇率已下跌近 4%，我们认为除非与欧盟的谈判更有成效，否则英镑将进一步走弱。
- **法国奢侈品巨头路易威登 (LVMH) 是法国 CAC 40 指数的最大成份股**，该公司**宣布无法完成对美国上市公司蒂芙尼 (Tiffany & Co.) 的收购**，导致 9 月 9 日后者的股价跌幅超过 6%。路易威登董事会的一份声明指出，一连串的事件破坏了此次收购，包括美国威胁对法国产品征收关税，但最终原因似乎是**法国政府要求路易威登推迟该笔交易，因为美国和法国仍存在贸易争端**。根据最初提出的方案，这笔 167 亿欧元的交易将成为奢侈品行业有史以来最大的一笔交易。



## 亚太区

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

- **本周亚太股市普遍走低，其中印尼和中国股市领跌**。由于新冠肺炎感染病例激增，印尼开始恢复首都地区的部分封锁措施。雅加达首长表示，如果不采取措施控制疫情蔓延，该城市医院的接纳能力将在 9 月 17 日达到上限。分析人士认为，**最新态势可能会推迟这个东南亚最大经济体的全面复苏**。与此同时，在美国股市出现科技股领跌的回调之后，

## 印尼：新冠肺炎病例剧增拖累股市

指数以 2020 年 3 月 30 日为基准水平



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2020 年 9 月 9 日

投资者对该板块的信心受到削弱，中国科技股较多的**深证成指录得 3 月中旬以来的最大单周跌幅**。

- 中美两国继续针锋相对。美国国防部正在考虑将中国最大的芯片制造商中芯国际 (981 HK) 纳入实体清单，这将使该公司很难获得美国生产的部件。中国外交部指责华盛顿这是“明目张胆的霸权”，并补充说中国政府“坚决反对”这种行为。**我们认为实施此类制裁将对对中国半导体企业产生负面影响**，并使它们在与韩国和台湾竞争对手的竞争中处于不利地位。中国一直在发展本国的半导体生产能力，但许多中国公司的生产线仍依赖美国设备，中国也是美国半导体设备的主要买家。**分析人士认为对双方的公司来说，制裁很可能造成双输局面**。
- **本周迄今软银集团 (9984 JP) 的股价下跌了 8.4%**(截至 9 月 9 日)。9 月 6 日彭博社的一篇报道令投资者格外紧张，该报道暗示软银利用衍生品“大量押注”美国科技股，最近几天这些衍生品大幅回调。9 月 8 日，彭博社还报道称**软银出售其国内无线业务三分之一股份 (价值约 120 亿美元) 的要约已被全部认购**，管理此次交易的公司可能会以超额配售的形式增发股份。软银将以这笔现金回购公司股票。



## 市场行情

数据截至 2020 年 9 月 10 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	3,339.19	-4.6%	3.4%	12.1%	16.1%
道琼斯工业平均指数	27,534.58	-3.1%	-3.5%	2.3%	6.5%
纳斯达克指数	10,919.59	-7.3%	21.7%	35.1%	37.8%
罗素 2000 指数	1,507.75	-3.5%	-9.6%	-2.3%	-12.2%
标普 / 多伦多综合指数	16,185.32	-2.0%	-5.1%	-2.1%	0.8%
富时全股指数	3,353.64	0.3%	-20.1%	-16.0%	-16.6%
欧洲斯托克 600 指数	367.48	0.3%	-11.6%	-4.9%	-2.1%
欧洲斯托克 50 指数	3,312.77	1.2%	-11.5%	-5.3%	0.1%
恒生指数	24,313.54	-3.4%	-13.8%	-8.9%	-8.6%
上证综指	3,234.82	-4.7%	6.1%	7.1%	21.2%
日经 225 指数	23,235.47	0.4%	-1.8%	8.6%	3.9%
印度 Sensex 指数	38,840.32	0.5%	-5.9%	4.6%	2.4%
新加坡海峡时报指数	2,492.09	-1.6%	-22.7%	-21.0%	-20.1%
巴西 Ibovespa 指数	98,834.60	-0.5%	-14.5%	-4.1%	29.3%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,180.74	-1.8%	-16.9%	-15.0%	-25.9%
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)	1,944.79	-1.2%	28.2%	30.9%	62.6%
白银 (现货美元 / 盎司)	26.82	-4.7%	50.2%	49.0%	89.2%
铜 (美元 / 吨)	6,758.50	0.9%	9.9%	16.6%	14.7%
原油 (WTI 现货 / 桶)	37.30	-12.5%	-38.9%	-35.0%	-44.8%
原油 (布伦特现货 / 桶)	39.77	-12.2%	-39.7%	-36.2%	-48.6%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.31	-12.1%	5.6%	-10.4%	-17.5%

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	0.680%	-2.4	-123.7	-105.1	-225.1
加拿大 10 年期债券	0.567%	-5.5	-113.5	-86.7	-171.9
英国 10 年期债券	0.227%	-8.4	-59.5	-41.2	-124.2
德国 10 年期债券	-0.433%	-3.6	-24.8	11.4	-83.4
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	1.16%	0.0%	6.8%	7.4%	17.7%
美国投资级企业债券	1.97%	-0.1%	6.9%	8.9%	22.2%
美国高收益企业债券	5.56%	-0.3%	1.4%	3.9%	11.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	93.4010	1.4%	-3.1%	-5.0%	-1.8%
加元 / 美元	0.7581	-1.1%	-1.5%	-0.3%	-0.2%
美元 / 加元	1.3191	1.1%	1.5%	0.3%	0.2%
欧元 / 美元	1.1815	-1.0%	5.4%	7.0%	1.9%
英镑 / 美元	1.2805	-4.2%	-3.4%	3.7%	-1.7%
澳元 / 美元	0.7258	-1.6%	3.4%	5.8%	2.0%
美元 / 日元	106.1300	0.2%	-2.3%	-1.3%	-4.5%
欧元 / 日元	125.3900	-0.8%	3.0%	5.6%	-2.7%
欧元 / 英镑	0.9227	3.3%	9.1%	3.2%	3.7%
欧元 / 瑞郎	1.0758	-0.3%	-0.9%	-1.8%	-4.8%
美元 / 新加坡元	1.3698	0.7%	1.8%	-0.8%	-0.7%
美元 / 人民币	6.8343	-0.2%	-1.9%	-3.9%	-0.3%
美元 / 墨西哥比索	21.4703	-1.9%	13.4%	10.1%	11.4%
美元 / 巴西雷亚尔	5.3274	-3.0%	32.2%	41.0%	30.4%

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 9 月 10 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。加元兑美元的回报为 -1.5%，表示本年迄今加元兑美元下跌了 1.5%。美元 / 日元为 106.13，表示 1 美元可兑换 106.13 日元。美元兑日元的回报为 -2.3%，表示年初至今美元兑日元下跌了 2.3%。

## 作者

## Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

## 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

## Ryan Harder – 加拿大多伦多

ryan.harder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

## Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@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：** Ryan Harder 和 Sayada Nabi 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持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。**