2020 年 9 月 17 日

加拿大皇家银行财富管理

全球透视

周 刊

持久低利率，除非情况好于以往

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

美联储当前预计到 2023 年时经济将接近于完全复苏，不过我们预计此后仍将长时间维持零利率政策，因为启动下一个加息周期可能需要前所未有的经济形势的支持。

本周的美联储会议没有对政策作出重大调整，也没有为美联储最近宣布的平均 2% 的通胀目标提供任何新的细节，甚至也没有给出任何前瞻性指引。所有这一切基本都在市场预期之中，因为最近几周决策机构一直表示，当前并无采取更多政策刺激措施的必要性。

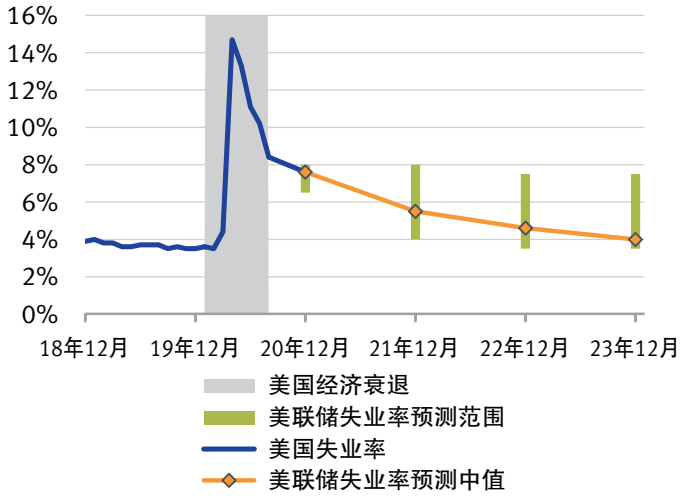
此次会议的亮点是美联储自 6 月以来首次更新经济预测，其中包括截至 2023 年的经济和利率预测，因为当前经济复苏的速度已经快于决策机构仅 3 个月前的预期。

尤其值得注意的是劳动力市场复苏的预期速度加快。美联储在 6 月会议后预计年底失业率为 9.3%，但目前决策机构预计为 7.6%；根据 8 月的就业报告，当前失业率为 8.4%。

劳动力市场需要多长时间才能恢复到大流行前的水平？美联储预计到 2023 年底时失业率将回落到 4%，略低于美联储估计的“充分就业”水平 4.1%。在通胀方面，政策制定者预计未来几年通胀率将低于 2%，到 2023 年时逐渐升至 2%。

在 2023 年充分就业和实现通胀预期 2% 的情况下，美联储随后对 2023 年的利率预测是……0%。

美联储认为就业市场加快复苏，仍不加息



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储

市场脉搏

3 美国市场恢复正常的迹象？
3 加拿大通胀年率不变
4 英国推动违反脱欧协议法案
4 中国继续复苏但仍存挑战

点击这里获取作者联系方式。以 2020 年 9 月 17 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 17 日 17:22；传播：美国东部时间 2020 年 9 月 17 日 17:40

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。

事实上，17 名联邦公开市场委员会成员当中只有 4 人预计 2023 年将会加息。当然，过去十年中失业率低于 4%、核心通胀率高于 2% 的情况只存在了几个月的时间。启动下一个加息周期的门槛很高 (从未有过的某些最佳经济状况) 的说法未免有点保守。

新方案

当然，这可以用美联储最新的通胀策略来解释。在过去，这种情况将标志着加息周期的开始，因为历史上美联储的目标是在低失业率推高通胀环境之前先发制人。但正如美联储主席鲍威尔在新闻发布会上指出的那样，近年来处于历史低位的失业率并未推高通胀率，因此超出“充分就业”预期的就业水平将不再促使美联储采取行动。

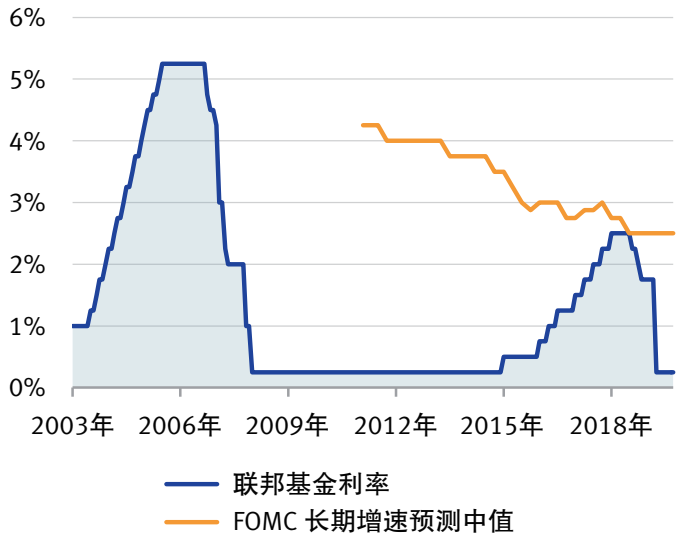
美联储预计未来数年通胀率将继续低于百分之二，此后美联储将在一段时间内允许通胀率略高于百分之二，从而让通胀率在仍未指明的时间里恢复平均百分之二的水平，不过我们判断这将会是一个完整的商业周期。在 10 年时间未能达到 2% 的通胀水平之后，美联储是否还能催生更高的通胀水平就是另一个话题了。

问题仍在于，这些强劲的经济预测在多大程度上会导致采取额外的财政刺激措施，尤其是在 11 月大选前出台财政刺激新方案机会渺茫的情况下，尽管鲍威尔再次把问题推给国会，让后者提供更多的财政支持帮助经济复苏。

寻求持久高利率导致持久低利率

对于将再次不得不设法度过又一段较长时间零利率政策的固定收益投资者来说，隧道尽头的唯一曙光似乎是利率走高的可能性。就这一点来说，美联储的最新预测仍然显示，它认为既会不限制也不会促进经济增长的中长期“中性利率”约为 2.5%。如图表所示，尽管从 2012 年开始的这种预测最近几年有所下调，但自 2019 年以来，即使美联储将政策利率重新下调为 0%，预测仍保持在 2.5% 的水平。

尽管利率下调至 0%，美联储仍认为利率有一天会回到 2.5% 左右



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美联储；
FOMC = 联邦公开市场委员会

我们对此有所保留，认为利率应该为2%左右。但美联储试图提高平均通胀率、重新锚定通胀预期的目标，旨在提高上调“中性利率”的可能性，因为这能让它在经济不景气时期提供实施宽松政策的更大空间。无论如何，在经济完全复苏之后才有可能会讨论加息。

重拾持久低利率战术

由于美联储继续按兵不动，量化宽松模式至少持续数年时间，我们继续倾向于直面固定收益市场风险，对美国高收益企业债券、优先股和新兴市场债券维持乐观展望，当前各自的指数收益率分别为 5.5%、4.5% 和 4%。我们最近对美国投资级企业债券的展望转向温和负面，美国企业债券指数收益率仍维持在接近纪录低点的 2% 以下。由于收益率上限较低，同时该板块将继续为投资组合提供防御性支撑，我们对美国国债持中性立场。

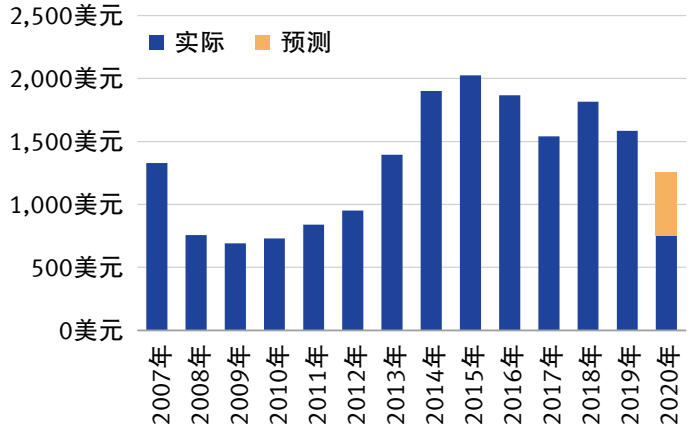
美国

Alan Robinson – 西雅图

- 本周伊始**几宗新的并购公告**提振了股市。**最大的一笔交易是英伟达 (NVDA)** 以 400 亿美元**从软银集团** (SFTBY) **手中收购英国芯片制造商 Arm Holdings**。基于 Arm 架构的芯片被用于全球 90% 以上的智能手机，英伟达希望将自己的人工智能计算平台与 Arm 的生态系统相结合，发挥其在快速增长的物联网中的影响力。
- 不过由于 Arm 在地缘政治上的中立性，使其得以与全球芯片制造和智能手机公司建立长期关系，**这笔交易引发了国际社会的担忧**。它被一家美国公司收购可能会让中国公司处于不利地位，并可能扰乱欧洲科技公司在亚洲的供应链。
- 本周宣布的**其它交易**包括**吉利德** (GILD) 以 210 亿美元收购 **Immunomedics**(IMMU)，**甲骨文** (ORCL) 提出收购 **TikTok** 20% 的股份，**威瑞森** (VZ) 以 63 亿美元收购预付费电话公司 **TracFone**，以及**大都会人寿** (MET) 以 17 亿美元收购 **Versant Health**。
- **这些交易普遍受到欢迎，但其它一些潜在交易却遭到了质疑，包括 Illumina 提议收购 Grail Inc.**，导致 Illumina 股价下跌 14%。
- 由于新冠肺炎疫情导致经济衰退，今年上半年并购交易大幅放缓，不过我们认为需求受到抑制、股市走强和低融资成本引发的三季度回升表明，**市场出现了恢复正常的令人鼓舞的迹象**。这些交易主要受到战略驱动而不是财务驱动，说明此轮收购周期仍仅处于中期阶段。
- 首次公开募股 (IPO) 也出现了复苏。9 月 16 日**云软件公司 Snowflake(SNOW) 融资近 34 亿美元**，我们预计年底前还将有其它科技公司上市。本周并非所有科技公司都传出好消息，彭博社和其它媒体报道称，由于过去收购潜在竞争对手的行为，**Facebook(FB) 可能面临美国联邦贸易委员会的反垄断诉讼**。

疫情造成美国并购交易数量减少但未完全停止

美国并购交易价值（十亿美元）



资料来源：Statista、加拿大皇家银行财富管理预测；2020 年的数字包括年初迄今宣布的实际交易和到年底的估计。

加拿大

Arete Zafiriou 和 Carolyn Schroeder – 多伦多

- 加拿大统计局的报告称，由于汽油价格下跌抵消了食品价格上涨的影响，**8 月加拿大年度通胀率维持 0.1% 的水平不变**，强调新冠肺炎疫情情造成了巨大损失。食品价格涨幅继续超过其它要素，尽管涨速放缓，同比上涨 1.8%，7 月涨幅则为 2.2%。8 月能源价格环比下跌 6.3%，由于汽油价格自 4 月底部连续三个月反弹之后走低，能源价格较上年同期大幅下跌。总体而言，**消费物价指数上升仍受到**服务需求低迷的**拖累**。由于大流行打乱了正常的季节性旅行模式，旅游相关服务价格依然尤为疲弱。与此同时，**加拿大央行注重的核心通胀指标**（剔除较不稳定的因素）**比预期更为稳定**，几无变化，8 月平均水平为 1.7%，但仍低于央行 2% 的目标。
- **7-8 月加拿大二手房交易量增长 6.2%，达到 67.2 万套（年化）的历史新高**。上个月已是连续第四个月实现正向增长，足以抵消 3 月和 4 月大幅下滑的幅度。最新放盘数量以环比 10.6% 的速度增长，其中多伦多地区的增幅为 29%。**二手房交易持续增加和抵押贷款利率较低给房价带来上行压力**，8 月加拿大 MLS 房价指数同比上涨 9.4%。加拿大皇家银行经济研究部指出，由于疫情受到压抑的需求将通常的季节性活动由春季转移到夏季，但预计进入秋季后住房销售将会放缓。尽管预计未来几个月房价将会进一步上涨，加拿大皇家银行经济研究部表示将关注不同住宅类型的房价差异；随着人们的偏好更大、不那么拥挤的空间，单户型住宅市场一直表现突出。与此同时，核心城区现楼公寓供应量也持续增加。

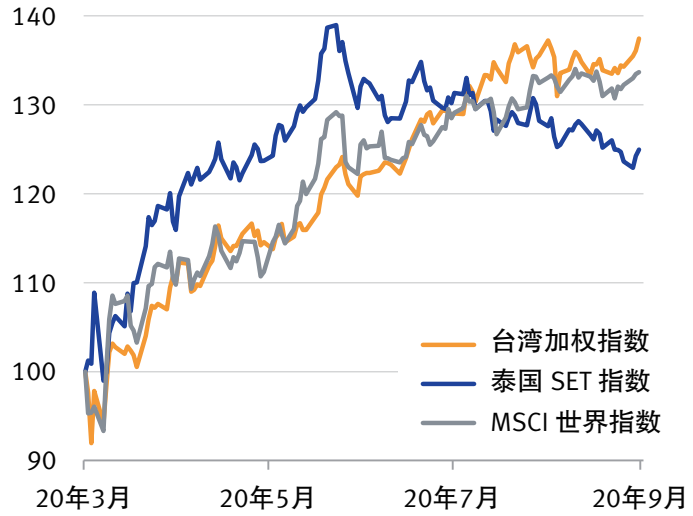
欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 在英国，**首相约翰逊 (Boris Johnson) 引起争议的内部市场法案 (Internal Market Bill) 在下议院初次投票获得通过**，该法案试图推翻去年他与欧盟 (EU) 签署的脱欧协议中的部分条款。议会于 2020 年 1 月通过了该协议。在欧盟和约翰逊保守党的部分人士看来，该法案是对一项国际条约的违约，这可能会对英国跻身全球领袖之列的企图产生长期影响。美国总统候选人拜登 (Joe Biden) 也介入了这场争论，他证实除非脱欧协议得维护，**对脱欧后的英国至关重要的跨大西洋贸易协定可能会被冻结**。在 9 月初贬值超过 4% 之后，本周英镑基调较为乐观，尽管似乎难以为继。
- 在政府临时休假计划的限制之下，**截至 7 月的三个月失业率处于 4.1% 的低位**。目前约有 300 万工人 (占劳动力总数的 10% 略多) 处于休假状态，少于 5 月初的 900 万。**如果临时休假计划**就像现在计划中的那样**被允许终止，大约三分之二的休假员工将会失业**，失业率将达到 9%。有报道称财政大臣苏纳克 (Rishi Sunak) 正在考虑采取一些有针对性的行动，帮助受新冠肺炎疫情影响最严重的部门，但政府尚未证实这一消息。

泰国股市失去亚洲领涨地位

相对涨跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、Refinitiv；过去六个月的每日收盘价截至 2020 年 9 月 16 日，2020 年 3 月 17 日 = 100

- 在 9 月的会议上，**英格兰银行将利率维持 0.1% 的水平，资产购买计划也保持不变**。随着临时休假计划的效应减弱、无贸易协议脱欧的可能性上升，以及检测不足导致新冠肺炎感染率重新抬头，未来几个月英国经济可能需要更多扶持。负利率的可能性无法排除；不过**我们预计今年年底前将会扩大量化宽松政策**，必要时后续利率有可能会降至零。

亚太区

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

- **本周亚太股市普遍走高，其中台湾和泰国领涨**。台湾加权指数 (TAIEX) 再次试图突破 7 月底创下的历史高点。股市上涨受到半导体股的推动。另外尽管出现短暂反弹，由于泰国不断加剧的政治动荡加大了对经济疲弱的担忧，根据该国资本市场组织联合会 (Federation of Thai Capital Market Organizations) 的指标，投资者信心跌至五个月来的低点，泰国 SET 指数有所回落。
- **中国最新出炉的一批宏观数据表明，经济复苏仍在进行之中**。8 月工业产值同比增长 5.6%，高于 7 月的 4.8%，领先指标显示工业活动将进一步复苏。在主要消费品和一些非必需品增长的支撑之下，**零售额出现今年以来的首次增长**，8 月同比增幅为 0.5%。随着中国新冠肺炎病例继续呈减少趋势，再加上社交疏离措施放宽，我们认为消费上升趋势是可以持续的。最后，8 月固定资产投资同比下滑 0.3%，降幅有所放缓。**尽管数据乐观，我们想要提醒的是挑战依然存在。近期发生的洪水是几十年来最为严重的一次，对当地经济造成了严重破坏**。与此同时，与美国的关系依然紧张。我们预计中国的货币政策将保持灵活，不排除进一步下调银行存款准备金率的可能性。
- **日本国会推举菅义伟 (Yoshihide Suga) 出任新首相**。菅义伟已经表示有意维持其前任促增长的“安倍经济学”(Abenomics) 政策，并将**考虑在今年年底前制定另一套经济刺激方案**，从而“终结疫情，使经济转向新阶段”。菅义夫一再批评日本移动电话服务费用居高不下，他最近关于降低收费的言论加速了主要电信公司 NTT Docomo(9437 JP)、KDDI(9433 JP) 和软银 (9434 Jp) 的股票遭到抛售。

市场行情

数据截至 2020 年 9 月 17 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	3,357.01	-4.1%	3.9%	11.7%	16.2%
道琼斯工业平均指数	27,901.98	-1.9%	-2.2%	2.9%	7.1%
纳斯达克指数	10,910.28	-7.3%	21.6%	33.3%	38.2%
罗素 2000 指数	1,542.60	-1.2%	-7.5%	-2.3%	-9.4%
标普 / 多伦多综合指数	16,246.72	-1.6%	-4.8%	-3.5%	1.0%
富时全股指数	3,380.28	1.1%	-19.4%	-16.1%	-16.3%
欧洲斯托克 600 指数	371.23	1.3%	-10.7%	-4.6%	-1.9%
欧洲斯托克 50 指数	3,316.57	1.3%	-11.4%	-5.8%	-0.9%
恒生指数	24,340.85	-3.3%	-13.7%	-9.1%	-9.6%
上证综指	3,270.44	-3.7%	7.2%	9.8%	23.3%
日经 225 指数	23,319.37	0.8%	-1.4%	6.0%	1.0%
印度 Sensex 指数	38,979.85	0.9%	-5.5%	6.8%	3.7%
新加坡海峡时报指数	2,500.78	-1.3%	-22.4%	-21.4%	-20.4%
巴西 Ibovespa 指数	100,097.80	0.7%	-13.4%	-4.3%	30.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,130.92	-1.9%	-17.0%	-16.8%	-26.9%
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)	1,947.03	-1.1%	28.3%	29.7%	62.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	27.07	-3.8%	51.6%	50.3%	90.9%
铜 (美元 / 吨)	6,793.40	1.4%	10.5%	17.3%	14.8%
原油 (WTI 现货 / 桶)	40.97	-3.8%	-32.9%	-31.0%	-40.5%
原油 (布伦特现货 / 桶)	43.35	-4.3%	-34.3%	-32.8%	-44.5%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.99	-24.2%	-8.9%	-25.3%	-29.1%

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	0.689%	-1.6	-122.9	-111.3	-229.8
加拿大 10 年期债券	0.576%	-4.6	-112.6	-87.3	-176.4
英国 10 年期债券	0.185%	-12.6	-63.7	-51.2	-135.1
德国 10 年期债券	-0.491%	-9.4	-30.6	-1.7	-94.9
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%	0.1%	7.0%	8.1%	18.1%
美国投资级企业债券	1.94%	0.4%	7.4%	9.9%	22.7%
美国高收益企业债券	5.45%	-0.1%	1.6%	3.9%	11.1%
货币	**汇率**	**月初至今**	**年初至今**	**1 年期**	**2 年期**
美元指数	92.8980	0.8%	-3.6%	-5.5%	-1.7%
加元 / 美元	0.7603	-0.8%	-1.2%	0.7%	-0.8%
美元 / 加元	1.3154	0.8%	1.3%	-0.7%	0.9%
欧元 / 美元	1.1850	-0.7%	5.7%	7.0%	1.4%
英镑 / 美元	1.2984	-2.9%	-2.1%	3.9%	-1.3%
澳元 / 美元	0.7314	-0.8%	4.2%	6.5%	1.8%
美元 / 日元	104.7000	-1.1%	-3.6%	-3.2%	-6.4%
欧元 / 日元	124.0800	-1.8%	1.9%	3.6%	-5.1%
欧元 / 英镑	0.9127	2.2%	7.9%	3.0%	2.8%
欧元 / 瑞郎	1.0762	-0.2%	-0.9%	-2.1%	-4.3%
美元 / 新加坡元	1.3570	-0.2%	0.8%	-1.2%	-1.1%
美元 / 人民币	6.7638	-1.2%	-2.9%	-4.6%	-1.4%
美元 / 墨西哥比索	20.8567	-4.7%	10.2%	7.7%	10.7%
美元 / 巴西雷亚尔	5.2336	-4.7%	29.9%	38.5%	26.6%

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 17 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 0.76，表示 1 加元可兑换 0.76 美元。加元兑美元回报为 -1.2%，表示年初至今加元兑美元下跌 1.2%。美元 / 日元为 104.70，表示 1 美元可兑换 104.70 日元。美元兑日元回报为 -3.6%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 3.6%。

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

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多
carolyn.schroeder@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.mcgarrity@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联属公司。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 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联属公司的披露资料。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联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	过去 12 个月提供的投资银行服务 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联属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场有限公司及其联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)，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。