

全球 透视

周刊

爆炸性结局?

Frédérique Carrier – 伦敦

英国脱欧进入最后阶段，英国政府似乎准备撕毁不到一年前达成的脱欧协议。本期我们探讨英国的策略将会如何影响英国与欧盟和美国签订自由贸易协议的前景，以及未来几个月可能影响投资者的一些考虑因素。

最近英国首相约翰逊 (Boris Johnson) 提出一项有争议的法案，为英国退出欧盟单一市场做好准备。2020年12月底将会正式脱欧，届时英国与欧盟经济结构的联系将结束一年的过渡期。

内部市场法案将在事实上否定脱欧协议的大部分内容。脱欧协议是英国与欧盟去年年底达成的一项分手协议。争论的主要焦点是国家补贴：英国政府希望可以不受约束地提供企业和行业补贴，而根据当前协议的条款这是不允许的。

终止脱欧协议的重大牺牲品是《北爱尔兰议定书》(Northern Ireland protocol)，它是《受难日协定》(Good Friday Agreement) 的保障，防止在爱尔兰岛上出现硬边界。

如果英国首相的提案在议会获得通过，而英国又违背了脱欧协议，那么英国实际上等于违反了国际法。

该提案不仅遭到欧盟的强烈谴责，也遭到了想要维护英国作为法治坚定捍卫者声誉的前首相们的强烈谴责。美国政客很快加入这一行列，众议院议长佩洛西 (Nancy Pelosi) 和总统候选人拜登 (Joe Biden) 指出如果违反《受难日协定》，众议院不太可能会批准美英自由贸易协议。《受难日协定》

是爱尔兰在美国游说团体力量的象征。与美国签署自由贸易协议一直是英国脱欧支持者所梦寐以求的，他们认为这使得切断与欧盟的关系成为可以接受的代价。由于欧盟占英国出口额的近50%，重要的替代性自由贸易协议显然是必要的。

多数观察人士预计，随着与欧盟达成贸易协议的最后期限临近，谈判将变得愈加激烈。然而却很少有人能预料到会玷污英国国际声誉的这一举动。

英国脱欧边缘政策：他是认真的吗？

这仅仅是一种谈判策略，目的是制造混乱，为英国调转立场并达成贸易协议做准备？还是说，约翰逊认为无贸易协议脱欧是为自由选择行业赢家而付出的公平代价？对此人们意见不一。

市场脉搏

- 3 美股调整：市场正常节奏？
- 3 加拿大计划延续支出措施
- 4 欧洲和英国金融板块遭受打击
- 4 巨头筹备香港和上海双重上市

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年9月24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24日16:38；传播：美国东部时间2020年9月24日17:00



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。

年底英国脱欧可能发生的情况



注：无论是否达成贸易协议，都可能会举行紧急谈判，因为可能需要解决多个问题。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理

双方仍有可能至少达成涵盖货物的基本自由贸易协议。毕竟欧盟还是希望有这样的一个协议，而且许多观察人士也认为英国当局不应该在英国由于新冠肺炎健康危机已经变得虚弱不堪的情况下，让英国经济遭受冲击。英国经济在经历二季度同比萎缩 22% 之后已经出现反弹，但最近为应对感染率上升而收紧的限制措施可能会阻碍经济复苏。加拿大皇家银行资本市场预计 2020 年英国 GDP 将同比萎缩 9% 左右，幅度远远超过美国 (-3.5%) 和加拿大 (-6%) 的预期水平。

虽然理论上仍有可能达成初步的自由贸易协议，我们认为英国在 12 月 31 日没有重要经济安排的情况下脱离欧盟的概率仍略高于 50%。时间所剩无几，鉴于欧盟最近推出了雄心勃勃的财政刺激方案，英国无协议脱欧前景在欧盟引发的担忧似乎没有过去那么大。

因形势不明朗维持减持立场

英格兰银行处于高度戒备状态。由于政府的部分紧急援助计划已经没有过去那么慷慨、新的新冠肺炎疫情限制措施开始生效，以及无贸易协议脱欧前景迫在眉睫，未来数月英国经济很可能需要更多支持。为此央行已经重申负利率是其工具箱中的工具之一，并正在研究如何有效实行负利率。短期而言，我们预计年底前扩大量化宽松政策的重点在于金边债券（英国政府债券），必要时可能会在晚些时候将利率下调为零。

现阶段我们对 6 至 12 个月内的英国主权债务持减持立场。随着政府大幅增加支出和放宽货币政策的效果逐渐显现，我们预计英国金边债券收益率将逐步走高。英镑投资级企业债券的估值相对更有吸引力，不过考虑到疫情和英国脱欧的双重挑战，我们会非常注重选择性。

负利率前景、最近新冠肺炎感染率回升，以及政府有意否定脱欧协议的消息导致英镑兑美元和欧元回吐了近期涨幅，9 月迄今为止英镑兑美元已下跌 5%。我们认为，贸易谈判的新闻头条将成为未来几周驱动英镑走势的最重要因素。由于非对称的下行风险，我们对英镑前景持谨慎态度。年初迄今英镑升势体现的签署贸易协议概率为 60%，因此如果未能达成协议，英镑很可能会出现回落。

至于股票，估值无疑具有吸引力，富时全股票指数已接近 2016 年英国脱欧公投后的水平。但由于新冠肺炎危机远未得到控制以及英国可能出现“硬脱欧”，我们仍认为其它机会更好，因此维持“减持”建议。我们将重点关注能够受益于长期结构性增长有利因素或者拥有内部增长杠杆的英国公司，而不是前景与宏观经济环境挂钩的公司。



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **本周标普 500 指数正式进入回调区间**，即较近期高点至少下跌 10%，本月也许会成为 2008 年以来表现最糟糕的 9 月份。迄今为止，标普 500 指数已较 9 月 2 日的收盘高点下跌 9.3%。这一趋势也体现在**纳斯达克指数**（自 9 月 2 日以来下跌了 11.5%）中，**甚至更为明显**，道琼斯工业股票平均价格指数（自 9 月 2 日以来下跌了 8.0%）的**表现略好于**这些指数，而且尚未进入回调区间。当然，纳斯达克仍是 2020 年迄今为止明显领涨的指数，年初迄今上涨了 18.9%，这也是个不应忽视的考虑因素。
- 无论是在复苏期间还是在当前的调整期间，**2020 年迄今指数走势背离都有一个共同的放大器：增长股和科技股向型股票**。3 月的低点过后，在史无前例的财政刺激和“居家办公”趋势的推动下，增长股和科技股应声出现上涨。全球规模最大的几家公司市值较 3 月低点上涨一倍以上，其中苹果公司的市值攀升了 160%，突破了 2 万亿美元的里程碑。如今出台进一步刺激措施的可能性正在消退，本轮反弹导致的估值居高不下却开始成为焦点。这些

美国股市回报

指数或板块	2020 年截至 9 月 2 日	2020 年 9 月 2 日至今	年初至今
纳斯达克指数	34.4%	-11.5%	18.9%
标普 500 指数	10.8%	-9.3%	0.5%
道琼斯	2.0%	-8.0%	-6.2%
科技	38.6%	-12.3%	21.5%
非必需消费品	30.1%	-9.2%	18.1%
通讯服务	18.8%	-12.0%	4.6%
原材料	7.8%	-6.3%	1.0%
医疗	5.9%	-5.8%	-0.3%
必需消费品	7.2%	-7.2%	-0.5%
工业	-2.1%	-5.4%	-7.4%
公用事业	-7.0%	-3.8%	-10.5%
房地产	-4.6%	-8.2%	-12.4%
金融	-17.3%	-8.4%	-24.3%
能源	-42.4%	-12.8%	-49.8%

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 9 月 24 日

增长股和科技股的走势因而发生逆转，我们认为这是一次**健康但快速的调整**。

- 正如 2020 年时常出现的情况那样，**此轮调整正以惊人的速度进行**。实际上，纳斯达克指数在截至 9 月 8 日的短短三天内就下跌了 10.0%。不算今年 3 月对新冠肺炎疫情极其担忧的时候，这是自 2011 年 8 月美债评级遭到下调以来重科技股指表现最差的三日走势。此外，2020 年芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX) 平均为 30.5，高于大衰退以来每隔一年的水平，3 月的峰值距离 2008 年 10 月的高点仅咫尺之遥。
- 但重要的是把最近的股市调整放到大环境中加以考虑。尽管在 2020 年大部分时间里领涨的股票出现了最大幅度的下跌，科技股仍是全年表现最佳的板块。紧随其后的是非必需消费品和通讯服务，2020 年表现最差的板块包括能源和金融板块。令人惊讶的是，2020 年标普 500 指数实际上上涨了 0.5%，大多数板块今年却都出现了下跌。综上所述，**我们认为最近由科技股主导的回调属于正常的市场节奏**，在 2020 年的大背景下也是合理的。我们认为最近几个月科技股涨得太快太猛，当前出现的调整拖累其它股票一同下跌，尽管跌幅要小一些。今年股市基本持平，但大部分时间的确都令人不安地处于快速变化的轨道上。
- 最后，尽管复苏的步伐慢于衰退的步伐，经济继续改善。就业趋势并未恶化到许多人所担心的水平。购房活动依然热度不减，制造业活动也趋于稳定。我们认为**这种经济状况表明经济逐步改善将为股市提供坚实的支撑**，并在可预见的未来防止出现 3 月那样的下跌。



加拿大

Ryan Harder 和 Luis Castillo – 多伦多

- 在今年的施政报告 (Speech from the Throne) 中，**加拿大总理特鲁多 (Justin Trudeau) 概述了新的财政支出措施将延续至 2021 年及之后的计划**。周三下午加拿大总督朱莉佩耶特 (Julie Payette) 宣布了这份政府施政报告，标志着 8 月暂停的议会复会。**已公布、值得注意的项目**包括延长加拿大紧急工资补贴、在全国范围内投资托儿项目、承诺加快推进全国药物补助计划，以及到 2030 年时实现温室

气体排放目标的各种激励措施。尽管这些计划的全部范围和执行情况尚不清楚，但已公布的新支出项目范围表明，2021 财年联邦赤字很可能远高于新冠肺炎疫情爆发前的水平。由于今年利率已接近于零，长期收益率也已经大幅下降，我们认为**持续增加财政刺激措施有望成为未来通胀率的有利因素。**

- 加拿大统计局的数据显示**7月加拿大零售额增长0.6%，达529亿加元**，11个细分行业中6个行业的零售额均实现增长。尽管其它很多经济活动指标仍远低于新冠肺炎疫情爆发前的水平，但零售活动指标仍高于封锁前的水平。消费反弹的部分原因在于**二季度居民收入增加逾300亿加元**，尽管工资减少近200亿加元，政府转移支付足以填补这一缺口。我们注意到在经历强劲的5月+(21%)和6月(+23%)之后，零售销售额增速已经明显放缓。8月初的预测显示零售额增长了1.1%。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **本周欧洲股市紧随美国股市回吐了部分涨幅。**在欧洲和英国，金融板块受到的冲击更大，这不仅是因为人们担心感染率持续上升会影响经济周期，还因为**FinCEN的一份报告指出多家银行与洗钱活动有牵连**。当前富时全股指数比2020年初时低24%，欧洲斯托克600指数(不含英国)下跌了10%。
- **欧洲经济势头开始放缓。**由于感染病例回升打压商业活动，9月法国和德国服务业采购经理人指数(PMI)预览值双双进入收缩区间。考虑到跟3月相比，目前仅实施温和的限制措施，这一降幅**凸显了经济活动对消费者行为的敏感性**。相比之下，制造业PMI仍处于扩张区间，略高于普遍预期，不过仍低于上个月的水平。总体而言，尽管我们认为现在担心二次衰退还为时过早，各国当局和欧洲央行将会保持警惕。
- 由于重启时间相对较晚，英国的经济复苏滞后于欧元区。9月英国服务业和制造业PMI均稳定处于扩张状态，但不及普遍预期。随着冬季政府的限制措施变得越来越严厉，经济活动仍存在进一步放缓的风险。虽然最近宣布了新的

刺激措施，包括旨在为工作时间减少的雇员排忧解难的工资补贴计划，**不排除经济活动最早在10月出现下滑的可能性。**



亚太区

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

- **本周美国股市调整波及亚洲股市。**亚洲股市依然人气低迷，截至9月23日，MSCI日本除外亚洲指数下跌了2.3%。
- **在中国，自爆发新冠肺炎疫情以来零售额首次恢复增长**，8月同比增长0.5%。进一步的数据显示奢侈品、汽车和电子产品的销售增速高于食品、服装和其它必需品的销售增速。波士顿咨询公司(Boston Consulting Group)预计今年中国奢侈品支出有望增长20%-30%。
- 据彭博社一份未经证实的报道，**阿里巴巴(9988 HK)旗下的金融科技巨头蚂蚁集团正寻求在香港和上海双重上市，筹资约350亿美元，估值约达2500亿美元。**这项交易有望在10月中下旬完成，将成为全球有史以来规模最大的IPO之一。文章指出，该公司在香港上市不会寻求“基石”投资者的参与(与其它市场相比，基石投资者在香港股市更常见。他们通常为大型机构，同意持有上市股票约6个月，以换取更多的买入数量)，对此次IPO需求有充分的自信。
- 9月23日，**视频分享应用TikTok的母公司字节跳动有限公司向美国联邦法院提出申请，要求暂时阻止特朗普政府将该应用从美国应用商店中下架的禁令。**据彭博社报道，字节跳动正在寻求特朗普政府的批准将其美国业务出售给甲骨文公司和沃尔玛公司。该公司请求法院在9月27日晚11点59分规则生效前举行听证会，并建议双方在本周提交额外的简要说明。
- **韩国央行预计今年该国“僵尸”企业数量将达到创纪录水平。**韩国央行将这类公司定义为那些连续三年无法通过营业利润支付利息的公司。到2020年底时，被韩国央行视为“边缘”公司的比例将达到国内公司数量的21.4%，相当于5000家左右。相比2019年的14.8%而言，数量大幅增加。



市场行情

数据截至 2020 年 9 月 24 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	3,246.59	-7.2%	0.5%	9.4%	11.2%
道琼斯工业平均指数	26,815.44	-5.7%	-6.0%	0.0%	1.0%
纳斯达克指数	10,672.27	-9.4%	18.9%	33.5%	33.5%
罗素 2000 指数	1,451.82	-7.0%	-13.0%	-5.3%	-14.9%
标普 / 多伦多综合指数	15,912.26	-3.6%	-6.7%	-5.3%	-1.8%
富时全股指数	3,245.12	-2.9%	-22.7%	-19.1%	-21.1%
欧洲斯托克 600 指数	355.85	-2.9%	-14.4%	-8.7%	-6.9%
欧洲斯托克 50 指数	3,159.64	-3.4%	-15.6%	-10.5%	-7.4%
恒生指数	23,311.07	-7.4%	-17.3%	-11.3%	-15.2%
上证综指	3,223.18	-5.1%	5.7%	8.0%	15.2%
日经 225 指数	23,087.82	-0.2%	-2.4%	4.5%	-3.3%
印度 Sensex 指数	36,553.60	-5.4%	-11.4%	-6.5%	0.7%
新加坡海峡时报指数	2,450.82	-3.2%	-24.0%	-22.3%	-23.9%
巴西 Ibovespa 指数	97,012.10	-2.4%	-16.1%	-6.6%	24.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	36,217.49	-1.7%	-16.8%	-16.0%	-26.7%
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)	1,869.90	-5.0%	23.2%	22.1%	56.0%
白银 (现货美元 / 盎司)	23.21	-17.5%	30.0%	24.7%	62.8%
铜 (美元 / 吨)	6,617.10	-1.2%	7.6%	15.0%	4.1%
原油 (WTI 现货 / 桶)	40.16	-5.7%	-34.2%	-29.8%	-45.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	41.76	-7.8%	-36.7%	-33.8%	-48.6%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.19	-16.8%	0.0%	-12.6%	-28.0%

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	0.666%	-3.9	-125.2	-98.0	-242.3
加拿大 10 年期债券	0.557%	-6.5	-114.5	-75.0	-189.2
英国 10 年期债券	0.219%	-9.2	-60.3	-30.9	-139.4
德国 10 年期债券	-0.501%	-10.4	-31.6	9.9	-101.1
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%	0.1%	6.9%	7.0%	18.4%
美国投资级企业债券	1.97%	0.2%	7.1%	8.1%	22.8%
美国高收益企业债券	5.83%	-1.2%	0.4%	2.7%	9.8%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	94.3170	2.4%	-2.1%	-4.1%	0.1%
加元 / 美元	0.7489	-2.3%	-2.7%	-0.8%	-3.0%
美元 / 加元	1.3354	2.4%	2.8%	0.8%	3.1%
欧元 / 美元	1.1672	-2.2%	4.1%	5.9%	-0.6%
英镑 / 美元	1.2738	-4.7%	-3.9%	2.0%	-2.9%
澳元 / 美元	0.7048	-4.4%	0.4%	3.6%	-2.8%
美元 / 日元	105.4200	-0.5%	-2.9%	-1.5%	-6.5%
欧元 / 日元	123.0400	-2.7%	1.0%	4.3%	-7.2%
欧元 / 英镑	0.9163	2.6%	8.3%	3.9%	2.3%
欧元 / 瑞郎	1.0816	0.3%	-0.4%	-0.4%	-4.5%
美元 / 新加坡元	1.3757	1.1%	2.2%	0.0%	0.7%
美元 / 人民币	6.8287	-0.3%	-1.9%	-4.0%	-0.4%
美元 / 墨西哥比索	22.1313	1.1%	16.9%	13.8%	16.7%
美元 / 巴西雷亚尔	5.5118	0.3%	36.8%	45.9%	34.8%

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 24 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 0.74，表示 1 加元可兑换 0.74 美元。加元兑美元回报为 -2.7%，表示年初至今加元兑美元下跌 2.7%。美元 / 日元为 105.42，表示 1 美元可兑换 105.42 日元。美元兑日元回报为 -2.9%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 2.9%。

作者

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Ryan Harder – 加拿大多伦多

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

Luis Castillo – 加拿大多伦多

luis.castillo@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

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： Ryan Harder 和 Luis Castillo 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。