

## 市场违背逻辑？

Kelly Bogdanova – 旧金山

华盛顿爆发的混乱让所有人为之震惊。不过股市基本不为所动，就像对近期遭遇的其它挑战都不屑一顾一样。由于民主党即将全面掌管美国政府，本期我们探讨市场走势的合理和不合理之处。

在美国举行历史上最具争议的总统大选之后，国会大厦遭遇了前所未有的冲击并发生了暴力和流血事件，为什么美国股市表现得好像什么都没发生似的？

周三标普 500 指数找到支点，上涨 0.6%。紧接着周四又上涨了 1.5%。道琼斯工业平均指数也表现不错，小盘股指数的表现更为强劲。

标普 500 指数徘徊于历史高位附近，估值远高于上世纪 60 年代以来最强复苏之后的平均水平。

然而我们刚刚经历了美国历史上一个悲剧性的日子，这个国家面临着诸多挑战。在过去，市场曾经一次又一次地由于某些不那么重要的问题而抛售股票。市场违背逻辑？

直截了当的回答是“是”和“不是”。

### 耐受极限

首先，我们认为断言这个国家存在巨大的意识形态分歧（如果不加以控制），最终不会在未来的某个时候对更广泛的社会、经济和资产价格产生负面影响是幼稚的。

我们认为假设分歧很快就会弥合的想法同样显得天真。

为此，指责市场对撼动这个国家的骚乱作出乐观反应违背逻辑也许是恰当的。

### 市场并非“政治”

但美国股市现在不是，也从来没有成为美国整体意识形态和制度健康状况的实时晴雨表。正如我们此前所说，“市场”未必会反映普通大众甚至整个美国社会。

简而言之，美国主要股指代表的是诸多全球最大、最成功公司的未来盈利前景。我们持有股票时，我们就拥有了这些利润流的一部分。

本周地区分析师的观点请参阅第 5-6 页。

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。

在它的意识形态中, 市场不是蓝的、红的, 甚至也不是紫的。在某种程度上, 它甚至不是红、白、蓝三色, 因为通过在美国注册并在其它地方运营的大型跨国公司, 其中一部分收入来自海外。

事实上, 市场主要是绿色的, 利润也是。

标普 500 指数和其它主要股指周三反弹、周四紧接着快速走高并未违背逻辑的原因在于, 当前阶段市场参与者认为民主党控制参议院、众议院和白宫将会导致新冠救济和其它联邦计划的财政支出增加, 并支持经济增长。

自疫情爆发以来, 市场就对财政刺激有着巨大的胃口, 除了已经出台的重大刺激措施之外, 还想要更多。在清洁能源基础设施方面的支出似乎也备受期待。

我们认为市场也对民主党控制局面感到安心, 因为根据我们的评估, 民主党的“蓝色浪潮”将会受到一定程度的限制。1.5-3 米高的海浪 (相当于民主党有限掌控国会两院) 和 9-12 米高的冬季海浪 (相当于国会绝对多数席位) 之间存在很大区别。

迄今为止, 增税风险并非关注重点。我们认为这是由于民主党对参议院的控制微弱, 加上其在众议院的微弱多数, 使得全面大幅增税很难获得通过。

此外我们认为, 政界人士普遍认识到在经济复苏的早期阶段和新冠疫情产生持续的经济挑战之际增税是不明智的, 这至少有效降低了 2021 年大幅增税的风险。

## 看好的基础

过去几个月美国主要股指强劲反弹, 加上自 2020 年 3 月低点以来大幅飙升, 引发了市场对这种走势可持续性的质疑。我们认为技术指标显示近期回调风险加大。尽管如此, 多数广义平均水平并未远高于 2020 年 2 月新冠疫情导致市场开始回落之前的水

## 自 2020 年 3 月低点以来大幅反弹, 但并不比新冠肺炎疫情前高点高出多少

两年来的标普 500 指数水平



资料来源: 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 逐日数据截至 2021 年 1 月 7 日

平。另外也没有证据表明股价会出现幅度更大、持续时间更长的下跌, 比如说, 市场宽度崩溃或小盘股持续下跌数月之久。事实上, 情况正好相反: 腾落指数 (advance/decline lines) 一直先于各大股指创下新高, 其中小盘股领跑。

而即使市场作出大有必要的休整或有所回落, 我们认为它仍有潜力在今年带来可观的整体回报。随着经济基本面在当前超宽松货币政策、新一轮财政刺激以及最终遏制新冠疫情不利因素的帮助下变得更加坚实, 我们预计企业利润将有更加强劲的增长。

新年伊始我们将会增持美国股票。我们的投资组合将由周期股 (经济敏感型) 和抗跌型派息板块构成, 并倾向于价值股。(有关投资风格和板块的其它看法, 请参阅[第 5 页](#)的美国部分。)

# 英国 2021: 翻篇

Frédérique Carrier – 伦敦

欧盟和英国之间的自由贸易协定带来慰藉, 但同时也带来了一些挑战。本期我们将进一步探讨该协议及其对投资者的潜在影响。

## 终于达成协议

历经四年多的谈判之后, 欧盟和英国同意了自由贸易协定 (FTA) 的条款。尽管这是一项准协议, 但不可否认这是一个好消息, 避免了可怕的“无协议”情景可能带来的恶言恶语和动荡。对于商品来说意味着没有关税和配额, 必要时该协议也是一个潜在的基础。

然而, 我们认为一项准协议是欧盟成员国身份的一大退步。英国财政部估计, 像这样有限的自由贸易协定将导致英国经济在 15 年内至少缩水 5%。该协议通过设立繁琐的文件和报关等新的非关税壁垒终结了无摩擦的商品贸易, 这对出口商来说是一个昂贵的新负担。

此外, 该协议涉及的服务内容不多。这很重要, 因为它们占英国经济的 80%, 占英国出口的 50%。当英国还是欧盟单一市场成员国时, 欧盟承认英国的监管体系与自己的监管体系“等值”, 允许英国向欧盟销售其服务。现在情况已经不同。金融服务业是英国的一个关键行业, 相比欧盟享有竞争优势。英国仅在衍生品和清算等某些有限的领域获得了监管对等, 但这是暂时性的, 需要重新谈判。

因此, 虽然有些问题, 例如关于货物的问题已经解决, 但还有许多问题需要应对。我们预计将会举行更多谈判, 尤其是由于双方可以每五年对协议进行一次审查。对英国来说, 下一次修订将在 2024 年全国大选之后。与欧盟贸易关系的性质很可能会再次成为一个热门的政治问题。

除了与最大的贸易伙伴欧盟达成贸易协议之外, 英国还与其它国家续签了 60 多个自由贸易协定, 这是一个显著的成就。这种展期通常与欧盟的展期条款相同, 有时甚至不如与欧盟的条件诱人。因此, 在避免负面影响的同时, 这些自由贸易协定的展期并非贸易的增量提升。

未来几年英国经济将自我调整, 以适应这些新环境。英国已经拥有诸多具有强劲竞争优势的产业——金融、技术和医药——确保这些产业在新的环境中继续繁荣发展非常重要。

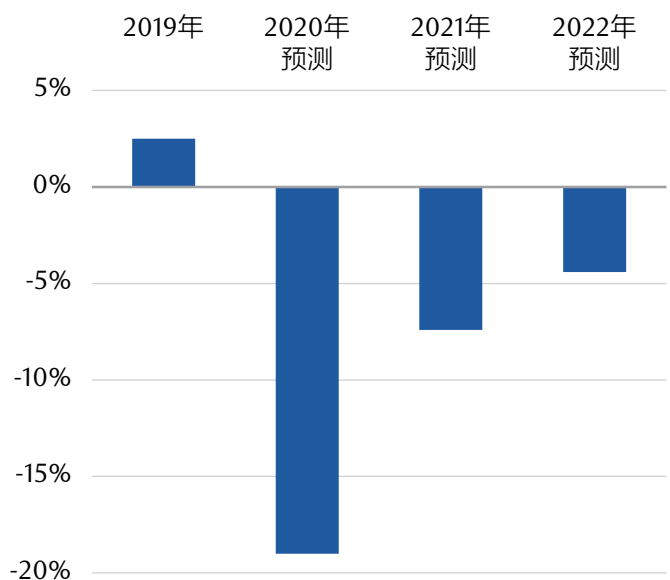
## 短期前景

由于这些正在进行的调整和重新实施全国封锁, 我们认为 2021 年一季度经济将会受到冲击。加拿大皇家银行资本市场的数据显示, 为了支撑经济, 财政部出现了巨额财政赤字, 到 2021 年底时政府债务可能会轻易接近 GDP 的 110%。英格兰银行将继续保持高度警惕, 它在去年年底延长了资产购买计划。加拿大皇家银行资本市场认为短期利率“很可能”会进入负利率区间。

由于这种支持, 以及大规模接种新冠疫苗后可以逐步放宽遏制病毒传播的限制措施, 我们预计年中将会出现经济复苏。经济

## 疫情引发英国政府财政反应

盈余 / 赤字占英国 GDP 的百分比



资料来源: Haver Analytics、预算责任办公室、加拿大皇家银行资本市场预测、加拿大皇家银行财富管理

复苏很可能将由消费支出带动。加拿大皇家银行资本市场指出, 英国居民储蓄额达 750-800 亿英镑, 约占英国 GDP 的 4%, 这是他们在第一次封锁期间积累起来的。一旦经济复苏更加稳固, 它预计私人投资将会立即作出反应。英国 GDP 在 2020 年同比萎缩近 10% 之后, 加拿大皇家银行资本市场预计 2021 年将增长约 5%。

## 对投资组合的影响

考虑到短期内预期的经济和贸易中断, 加上英国财政羸弱以及负利率的可能性, 我们对 2021 年之前的英镑持谨慎态度。

对于固定收益投资者而言, 鉴于收益率偏低和收益率曲线平坦, 我们仍更加看好企业债券而不是政府债券。由于 2021 年上半年缓慢出现复苏势头, 我们认为周期性板块将会受益。相反, 在整个大流行期间表现良好的较为抗跌的板块可能会开始滞后。

我们维持对英国股票的市场权重 (基准) 立场。鉴于自 2016 年英国脱欧公投以来表现不佳, 我们认为估值已经变得非常诱人。英国与欧盟签署了贸易协定, 并在推出疫苗后重启经济, 有望支持 2021 年经济持续复苏。

根据我们的全国研究通讯员提供的数据, 使用市盈率、市净率和股息收益率计算的混合估值表明英国股票交易接近 30 年来的低点。经行业调整后, 英国股市的市盈率较全球市场低 20%。

既然英国与欧盟已经达成协议, 我们预计英国股市的“脱欧折价”将会收窄。最近几个月各个行业对英国上市公司的收购要约越来越多, 表明全球企业和私人股本正在英国寻找估值有吸引力的资产。既然“无贸易协议”的情景已经得以避免, 而且因为自英国脱欧公投以来资金持续外流, 英国成为全球基金管理公司减持规模最大的区域之一, 我们预计投资将会回流。

这一点再加上周期性反弹有望支撑英国股市。普遍预期 2021 年企业盈利将回升约三分之一, 尽管这将使其低于 2019 年的水平。

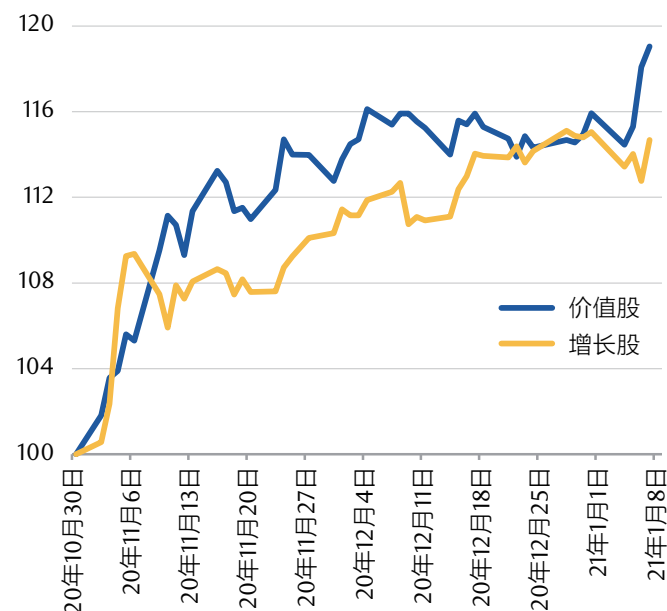
我们建议对英国股票采取均衡策略。我们将维持对优质国际公司的长线投资, 这些公司能在整个经济周期实现弹性增长。消费必需品和医疗保健提供了这样的机会。我们还将持有面向英国本土的公司股票, 如特定工业股、非必需消费品股和银行股, 一旦疫情消退, 它们将受益于最终的周期性好转, 且估值依然特别低。

## 美国

Alan Robinson – 西雅图

- 由于对接种疫苗的担忧让位于对通货再通胀的乐观情绪，**美国股市**在今年首个交易周**创下新高**。市场似乎并未受到美国国会骚乱和新冠病例令人震惊的头条新闻的影响，不过股市的前瞻性质表明未来经济可能会更好。
- 仔细分析领涨的个股就可以清楚地看到，估值低于整体市场的“**价值**”股是本轮上涨的主要受益者。这在一定程度上是由于人们认为，民主党控制参议院将为经济提供更多刺激，使价值股能够迎头赶上较贵的“**增长**”股。
- 在价值股中，银行股重新受到青睐。除了经济有望回升，还有两个因素也发挥了作用。首先是**长期利率走高**，基准 10 年期美债收益率自 2020 年 3 月以来首次升至 1% 以上。这导致收益率曲线趋陡，对银行的利润率有利。其次，美联储允许在**2021 年一季度恢复股票回购**的决定出人意料，促使投资者抱着预期买入股票。
- **能源股也赶上了**来自策略师的估值上调。由于石油需求减少和环境问题加剧，去年能源行业表现不佳。不过，加拿大皇

由于通货再通胀题材获得认可，价值股跑赢增长股  
价值股和增长股题材相对涨跌幅



注：罗素 3000 价值股和增长股指数的每日收盘价，以 2020 年 10 月 30 日为 100。  
资料来源：Thomson ONE Refinitiv、加拿大皇家银行财富管理

家银行资本市场有限责任公司的能源策略师 Michael Tran 指出，沙特阿拉伯在本周欧佩克 + 会议期间出人意料地决定每日减产 100 万桶，为市场设定了价格下限。他预计这将促使**能源股的投资策略发生变化**，从“消息坐实卖出”转向“逢低买入”。

- 本周**美国就业数据同样成为关注焦点**，1 月 8 日周五将公布月度就业报告。ADP 私营部门报告提供了先兆，12 月私营部门就业人数减少 12.3 万人，且为 2020 年 4 月以来首次出现月度下降，11 月则增加了 30.4 万人。这主要是由于**发生在休闲和酒店部门的大型企业裁员**。

## 加拿大

Luis Castillo – 多伦多

- 通胀预期已经发生变化，加拿大正迎头赶上。**加拿大 10 年期通胀盈亏平衡指数 ( 衡量市场隐含通胀预期的指标 ) 已经超出大流行前的水平**。在自 3 月低点急剧逆转之后正在追赶邻国美国，**当前略低于 1.5% 的关口**。美国的通胀预期 (10 年盈亏平衡点) 自 2018 年以来已首次突破 2%。此轮行情在 11 月初加速，在疫苗势头乐观和近期油价上涨的推动下势头正猛。尽管我们看到加拿大和美国的通胀预期大幅反弹，但由于联邦债券反映的通胀补偿仍低于历史平均水平，加拿大的通胀保护成本仍相对低廉。
- 在 1 月 5 日的欧佩克 + 会议上，沙特阿拉伯宣布将 2 月和 3 月的日产量削减 100 万桶，这令石油市场感到意外。在最近新一期的全球大宗商品策略报告中，加拿大皇家银行资本市场有限公司的大宗商品策略全球主管 Helima Croft 写道：“王子阿卜杜拉·本·萨勒曼 ( 沙特阿拉伯的能源部长 ) 表示，此次削减是沙特坚定决心的明确信号，而由于新冠疫情出现新的变化和多国政府接连实行封锁限制措施，这也是送给正面临短期需求不确定性的石油市场的一份礼物。”此举推动油价飙升，西德克萨斯中质原油价格目前徘徊在 50 美元左右，为近一年来的首次。加拿大标普多伦多综指也从中受益，攀升至近一年来的最高水平。加元兑美元汇率同样应声大涨，升至 2018 年初以来的最高水平。

## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 虽然本周所有人都在关注美国的政治动向，**1 月中旬将有一件可能会影响欧盟政治格局的重要事件发生**。德国总理默克尔 (Angela Merkel) 继任者的选举将迈出第一步，她所在政党基督教民主联盟 (Christian Democratic Union) 的代表也将选出新的党主席。默克尔将在完成她的第四个任期后于秋季离任。下一次德国联邦选举定于 2021 年 9 月 26 日举行。
- **2021 年伊始英国股市表现良好**，富时 100 指数成为今年年初以来表现最为强劲的股指之一。这在一定程度上得益于该指数中的矿业和油气公司所占比例高于其它市场。制造业数据乐观，尤其是中国；大宗商品价格坚挺；美元疲软；对美国扩大刺激支出的预期上升；以及沙特阿拉伯削减原油产量的承诺均支持这两个行业。
- **铁矿石市场极为吃紧**，这意味着已经接近于供不应求。加拿大皇家银行资本市场认为这种情况将至少持续至 2021 年上半年。因此，支持矿业股的条件可能已经具备，考虑到大型矿业公司的派息政策灵活，更高的现金流可能转化为更高的股息和股票回购。
- 在民主党获得美国参议院控制权带来增加“绿色消费”希望的鼓舞之下，**本周 Ørsted、西门子、Gamesa 可再生能源、EDP Renovaveis 等欧洲注重可再生能源的公司股价全线上涨逾 10%**。我们相信脱碳仍将是重要的长线投资题材，尤其是在各国政府瞄准绿色和可持续投资，从而支持经济复苏和碳减排目标之际。
- **博彩公司 Entain 成为最新一家被出价收购的英国上市公司**。该公司拒绝了美国公司米高梅国际酒店集团 (MGM Resorts International) 81 亿英镑的收购要约，称其低估了该集团的价值。

## 亚太地区

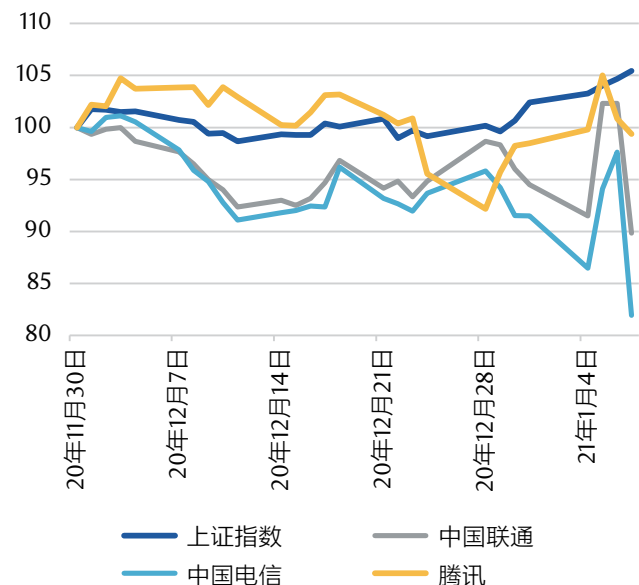
Jasmine Duan – 香港及 Nicholas Gwee(CFA) – 新加坡

- **本周亚洲股市创下新高**，市场预计在民主党获得参议院控制权后，将出台更多经济刺激措施。**基建公司和原材料股领涨**。金融股也是表现较好的板块之一，10 年期美债收益率飙升至

1% 以上，收益率曲线趋陡。清洁能源股同样表现出色，因为人们预计当选总统拜登领导下的政府增加绿色能源支出。

- **纽约证券交易所仍在推进三大中国电信运营商退市的计划**，这是该交易所本周第二次逆转计划。此前美国财政部长姆钦 (Steven Mnuchin) 表示不同意纽交所给这些公司喘息机会的决定。这些相互矛盾的举措令市场感到困惑，并导致股价波动。
- 据彭博社报道，**1 月 7 日中国互联网巨头阿里巴巴集团 (BABA US/ 9988 HK) 和腾讯 (700 HK) 带动科技股遭到抛售**，因为**特朗普政府正在考虑对这两家公司实施投资禁令**。这两家公司的总市值超过 1.3 万亿美元，美国共同基金和对冲基金广泛持有这两家公司的股份。据彭博社报道，阿里巴巴约 30% 的 ADR 由美国机构持有。美国投资者可能需要数月时间才能平仓。**我们认为对这两家公司的影响可能更多地体现在情绪方面**，而对基本面的影响应该是可控的，因为它们在美国的业务敞口有限。据《南华早报》(South China Morning Post) 报道，港交所 (388 HK) 也许会从中受益，因为投资限制的威胁可能会鼓励更多中国企业寻求在香港二次上市。
- 据彭博社报道，**中国搜索引擎巨头百度 (BIDU) 计划最早于今年上半年在香港上市**。该公司可能会出售约 5%-9% 的股本，根据其最新的市值计算，至少可以筹集到 35 亿美元的资金。

## 纽交所摘牌消息对部分中国股票产生负面影响



注：2020 年 11 月 30 日至 2021 年 1 月 7 日的每日收盘价，以 2020 年 10 月 30 日为 100。资料来源：Thomson ONE Refinitiv、加拿大皇家银行财富管理

# 市场 行情

数据截至 2021 年 1 月 7 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	3,803.79	1.3%	1.3%	17.5%	49.2%
道琼斯工业平均指数	31,041.13	1.4%	1.4%	8.6%	31.9%
纳斯达克指数	13,067.48	1.4%	1.4%	44.1%	91.5%
罗素2000指数	2,096.89	6.2%	6.2%	26.4%	49.2%
标普/多伦多综合指数	18,027.57	3.4%	3.4%	5.0%	24.3%
富时全股指数	3,870.45	5.4%	5.4%	-8.1%	3.8%
欧洲斯托克600指数	408.49	2.4%	2.4%	-2.2%	19.1%
欧洲斯托克50指数	3,622.42	2.0%	2.0%	-3.6%	19.4%
恒生指数	27,548.52	1.2%	1.2%	-2.7%	6.6%
上证综指	3,576.21	3.0%	3.0%	15.2%	41.2%
日经225指数	27,490.13	0.2%	0.2%	16.6%	37.2%
印度Sensex指数	48,093.32	0.7%	0.7%	17.7%	34.2%
新加坡海峡时报指数	2,906.97	2.2%	2.2%	-10.5%	-6.3%
巴西Ibovespa指数	122,385.90	2.8%	2.8%	4.9%	33.5%
墨西哥Bolsa IPC指数	46,188.66	4.8%	4.8%	4.6%	7.8%
Gov' t bonds (bps change)	收益率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美国10年期债券	1.081%	16.8	16.8	-73.7	-161.5
加拿大10年期债券	0.794%	11.7	11.7	-78.6	-116.1
英国10年期债券	0.284%	8.7	8.7	-50.8	-97.0
德国10年期债券	-0.522%	4.7	4.7	-23.7	-74.3
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	1.21%	-0.8%	-0.8%	6.3%	19.0%
美国投资级企业债券	1.87%	-1.4%	-1.4%	8.1%	25.2%
美国高收益企业债券	4.16%	0.1%	0.1%	6.9%	17.5%
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)	1,914.72	0.9%	0.9%	21.6%	48.5%
白银(现货美元/盎司)	27.17	2.9%	2.9%	47.6%	73.6%
铜(美元/吨)	8,030.50	3.6%	3.6%	31.1%	36.0%
原油(WTI现货/桶)	50.83	4.8%	4.8%	-18.9%	4.8%
原油(布伦特现货/桶)	54.48	5.2%	5.2%	-20.2%	-5.0%
天然气(美元/百万英热单位)	2.67	5.2%	5.2%	23.5%	-9.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年期	2年期
美元指数	89.7850	-0.2%	-0.2%	-7.4%	-6.1%
加元/美元	0.7884	0.4%	0.4%	2.5%	4.9%
美元/加元	1.2685	-0.3%	-0.3%	-2.5%	-4.6%
欧元/美元	1.2274	0.5%	0.5%	10.1%	7.0%
英镑/美元	1.3567	-0.8%	-0.8%	3.4%	6.2%
澳元/美元	0.7768	1.0%	1.0%	13.1%	8.7%
美元/日元	103.8200	0.6%	0.6%	-4.3%	-4.5%
欧元/日元	127.4200	1.0%	1.0%	5.4%	2.1%
欧元/英镑	0.9047	1.2%	1.2%	6.5%	0.8%
欧元/瑞郎	1.0864	0.5%	0.5%	0.4%	-3.4%
美元/新加坡元	1.3251	0.2%	0.2%	-1.8%	-2.3%
美元/人民币	6.4783	-0.7%	-0.7%	-6.7%	-5.4%
美元/墨西哥比索	20.0196	0.5%	0.5%	5.9%	3.4%
美元/巴西雷亚尔	5.4009	3.9%	3.9%	42.9%	44.7%

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。

解读货币数据的方法示例: 加元 / 美元为 0.78, 表示 1 加元相当于 0.78 美元。加元兑美元回报为 0.4%, 表示年初至今加元兑美元上涨 0.4%。美元 / 日元为 103.82, 表示 1 美元可兑换 103.82 日元。美元兑日元回报为 0.6%, 表示年初至今美元兑日元上涨 0.6%。

资料来源: 彭博社; 数据截至 2021 年 1 月 7 日美国东部时间下午 4:35

## 作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

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

Luis Castillo – 加拿大多伦多

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

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

## 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:** 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。

## 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。

### 评级分布 – 加皇资本市场有限公司股票研究

截至 2020 年 12 月 31 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 [ 跑赢板块 ]	828	54.83	299	36.11
持有 [ 与板块持平 ]	615	40.73	166	26.99
卖出 [ 跑输板块 ]	67	4.44	12	17.91

### 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。

截至 2020 年 3 月 31 日, 加拿大皇家银行资本市场已经停用首选评级。首选评级的证券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回报, 具有较好的风险回报率。首选评级的证券已被重新分配至我们的跑赢板块评级的证券类别, 此类证券预期未来 12 个月的回报大幅跑赢板块平均数。

**评级: 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)、加皇新加坡分行 (一家持牌批发银行, 主要办公地点在新加坡), 以及加皇欧洲有限公司 (一家持牌银行, 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内招揽业务的行为。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 © 2021 年 加皇资本市场有限公司 - 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 © 2021 年 加皇多美年证券公司 - 加拿大投资者保护基金 (CIPF) 成员

版权所有 © 2021 年 加拿大皇家银行欧洲有限公司

版权所有 © 2021 年 加拿大皇家银行

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。**



财富  
管理