

全球 透视

周刊

从哪来，到哪去？

Kelly Bogdanov - 旧金山

说 2019 年是多事之秋一点都不为过。仅仅因为本周市场创下新高，并不能认为一切都是理所当然的。是的，我们看好美股，但很多问题都值得投资者思考，明智的做法是主动意识到2020年面临的挑战。

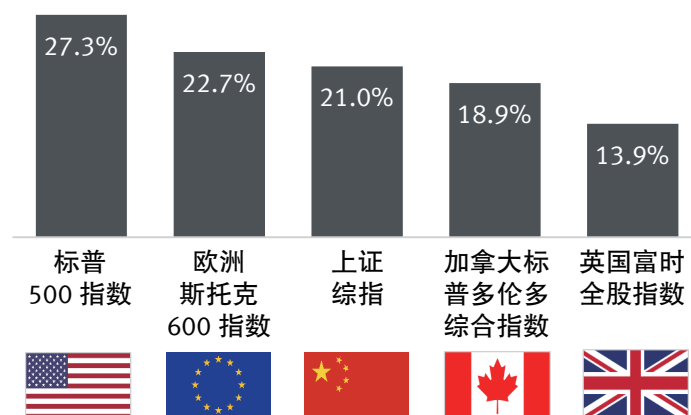
5 月和夏末股市动荡似乎已经成为遥远的记忆。时间、尤其是上涨会抚平一切创伤。2019 年最引人注目的莫过于自 10 月初以来的强劲反弹，以及年初迄今多数股市的平均回报率远超平均水平，其中美国股市领涨。

我们认为今年标普 500 指数上涨主要有三个原因：

- **美联储降息——恰到好处并恰逢其时：**随着经济衰退和贸易战风险上升，美联储三次降息 25 个基点。这为经济提供了“保险”，延长了有史以来最长的经济扩张周期，从而提振了股市。“不要与美联储作对”这句老话在2019年再次应验。
- **经济持续增长的前景：**我们认为美国消费强劲是这一切的关键。失业率处于 50 年来的最低水平，工资稳步上涨，工人们拥有了换工作的灵活性。所有这些都为 2020 年美国消费者增加支出奠定了基础——美国约 70% 的经济活动来自居民支出。我们不能忽视这样一个事实，即我们预期这种情况会在全球最大的经济体发生。美国消费趋势影响着全球经济。
- **美中贸易紧张局势缓和：**过去两个月华盛顿和北京发出的建设性信号提振了市场，最近宣布的“第一阶段”贸易协

股市好年头

2019 年年初迄今指数回报（不含股息）



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 12 月 18 日，以本币计算

市场脉搏

- 3 美股散播今年的节日氛围
- 3 加拿大居民债务负担略有加重
- 4 约翰逊展示政治肌肉
- 4 日本工厂陷入低潮

下期全球透视周刊将于 2020 年 1 月 9 日发行。

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2019 年 12 月 19 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。

传播：2019 年 12 月 19 日美国东部时间 16:28；制作：美国东部时间 2019 年 12 月 19 日 16:43



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。

议也受到了全球市场的欢迎。尽管我们认为许多利好消息基本上已被市场消化，该协议减轻了 2020 年的重大贸易阻力。

2019 年市场表现强劲的同时盈利鲜见增长，今年大部分时间里标普 500 指数的估值也都高于平均水平。

鉴于 2018 年标普 500 指数成份股公司的利润同比增幅高达 23%，企业减税约占总利润的 8 个百分点，企业利润增长乏力情有可原。在扩张周期末段出现如此强劲的增长实属罕见，并为今年设置了很高的门槛。

至于市场估值高于平均水平，我们认为低利率环境使其变得更加容易承受。从历史上看，当利率和通胀率处于低位时，投资者愿意为每一美元的收益“付高价”。当前标普 500 指数的市盈率为 18.4 倍，加拿大皇家银行资本市场预测 2020 年的每股收益为 174 美元，长期平均市盈率则为 16.2 倍。虽然我们对估值上升仍未感到过于担忧，我们认为 2020 年股市的扩张空间较小，而且我们也承认美国股市的估值与其它发达市场相比未免过高。

2020 年面临的挑战

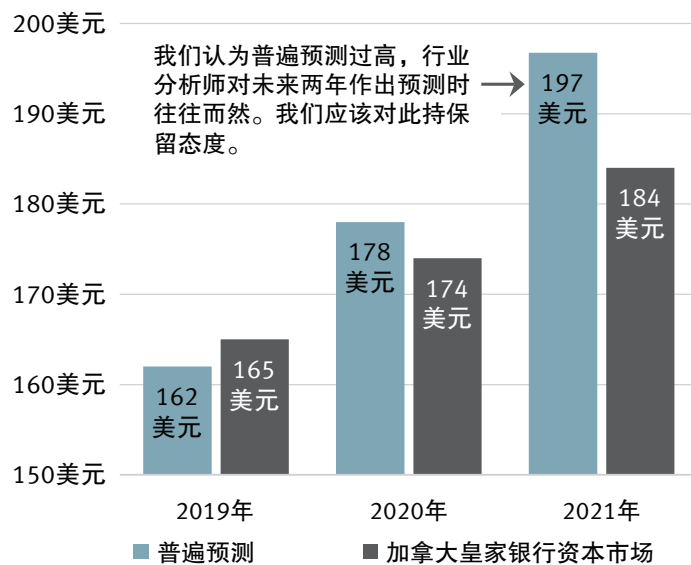
我们看涨来年的标普 500 指数，认为它将创出新高并将带来温和回报。与此同时也有必要保持警惕，意识到本轮经济周期末段将给经济和股市带来特殊挑战。我们已经在[这份全面报告](#)和[简要总结](#)中作出了展望。

随着新年临近，要牢记几点（尤其对于美国股市）：

- **谈及投资时先把政治焦虑和偏见放在一边：**在意识形态领域各方的主流媒体和另类媒体都非常善于夸大美国总统大选的重要性。入主椭圆形办公室的人固然有着很大的影响力，可以帮助或阻碍国家的经济进程和总体方向，但许多其它因素也同样决定着美国资产类别的回报。与白宫和美国国会山的举措相比，金融市场的表现跟商业周期的阶段、企业盈利和货币政策的关联性更大。我们认为与总统相比，实际上美联储对经济衰退和复苏的影响更大。我们建议投资者不要让 2020 年大选的喧闹妨碍合理的投资组合管理。

加拿大皇家银行预测美国盈利小幅增长

标普 500 指数每股盈利年度预测



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行资本市场、Refinitiv I/B/E/S (普遍预测)；数据截至 2019 年 12 月 19 日

- **贸易争端可能会再次导致波动：**由于美国与中国的第一阶段协议和北美自由贸易协定 2.0 版 (USMCA) 已处于收尾阶段，2020 年其它贸易和制裁问题有可能会冲击股市。与英国脱欧相关的英欧贸易协定可能会成为最难对付的问题。有鉴于此，贸易紧张局势和不确定性可能会影响区域增长，并进而影响全球经济。在美中贸易和商业关系方面还可能会面临更多压力。此外，美国和欧盟在汽车和飞机补贴方面以及美国和日本在汽车方面也存在尚未解决的贸易问题。最后但尤其重要的是世界贸易组织上诉机构的困境。贸易战一直是特朗普总统议程的基石，2020 年 11 月大选前恢复息事宁人的姿态将令人感到意外。
- **警惕自满情绪：**问题在于经济周期的推进和股市牛市持续往往会导致出现自满情绪。我们告诫投资者保持警惕。商业周期末段往往会给经济和金融市场带来挑战，尤其是股市，而这正是人们最不希望看到的。

节日快乐，祝您 2020 年财运滚滚！



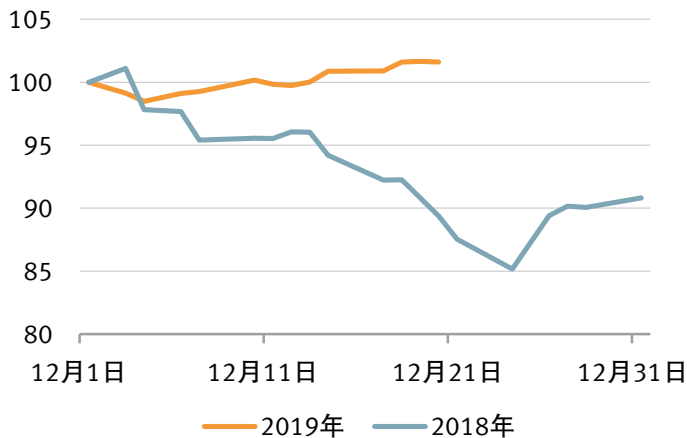
美国

Alan Robinson – 西雅图

- 贸易担忧消退使得**本周标普 500 指数勉强攀上新高**，但整体交投区间狭窄，正如大量期权到期的几周通常会发生的情况一样。一年前大跌的记忆（见图表）令市场心神不宁，而**由于大盘较 2018 年 12 月 24 日的低点上涨近 36%**，一些交易商对增加头寸持谨慎态度。
- 12 月 9 日当周**加拿大皇家银行资本市场的股票策略 Lori Calvasina 对 119 家机构投资者进行了调查**，果然发现过去三个月乐观情绪大幅上升。她指出当前 51% 的受访者看涨，9 月的调查结果结果为 29%，看跌的投资者比例则降至 15%。**不过，表示估值具有吸引力的投资者数量降至 11%，为 2018 年一季度以来的最低水平**。值得提醒的是，人气上升和估值过高往往是股市表现不佳的先兆。
- 12 月 18 日美国众议院以滥用权力和妨碍国会为由投票支持弹劾特朗普总统。在他被弹劾的前几周，总统似乎试图通过在贸易协议方面取得进展转移人们对此投票的注意力，股市也如期上涨。由于弹劾程序很可能会在共和党控制的参议院陷入停滞，我们认为**总统也许会再次在贸易问题上采取强硬态度；而这可能会成为股市的阻力**。
- **11 月美国工业产值环比增长 1.1%**，创下 2017 年 10 月以来的最大环比增幅。此前美国汽车工人联合会已于 10 月

美股发出今年的节日欢呼

以 12 月标普 500 指数回报为基数 100



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 12 月 18 日

底结束了通用汽车工厂为期 40 天的全国罢工，表明制造业在贸易不确定性中经历动荡的一年之后开始企稳。**该数据建立在劳务市场和住宅建设等美国经济其它领域的积极趋势之上**，其中本月新屋开工率上升了 3.2%。

- 业绩方面，**全球性货运和物流公司联邦快递公布的季度盈利低于普遍预测 28%**（不计税收优惠），其股价因而下跌 10%。管理层称电子商务带来了结构性阻力，尽管亚马逊是联邦快递的小客户，但其影响力显然正在给快递网络带来长期动荡。



加拿大

Carolyn Schroeder – 多伦多

- 随着三季度加拿大居民的负债收入比率由二季度向下修正后的 175.4% 小幅升至 175.9%，**加拿大的居民债务负担略有加重**。值得高兴的是，最新的全国资产负债表显示三季度**加拿大居民净资产再次攀升至创纪录水平**。加拿大皇家银行经济研究部认为这是由于金融和非金融资产价值连续三个季度上升，**反映出股市表现强劲和房地产市场复苏**。这些积极动向掩盖了几乎所有居民负债指标均轻微恶化，包括负债收入比率和偿债比率。尽管居民可支配收入增长强劲，偿债比率却升至 15.0%。后者主要是由于非按揭债务偿付增加造成的。由于按揭债务重新小幅加速增长，加拿大皇家银行经济研究部认为将居民负债从加拿大经济最薄弱环节的清单中移除的可能性微乎其微。
- 剔除反覆无常的食品和能源价格之后，11 月**加拿大核心消费物价指数 (CPI) 触及六个月来的高点**，同比上升 2.2%。上个月总体通胀率跃升主要是由于基数效应，即能源价格在接近 2018 年底时大幅下跌。**越来越多证据表明基底通胀趋势正在得到加强**，商品（不含食品和能源）价格正以 2015-16 年货币驱动经济增长以来的最快速度上涨。因此，加拿大消费者可能会感到手头拮据，因为从商店购买的食品价格同比上涨 4%，按揭利率也同比上升了 6.6%。**加拿大皇家银行经济研究部认为通胀数据不会束缚加拿大央行的手脚**，因为下周公布的 10 月 GDP 报告（使得四季度成为另一个低于趋势增长的季度）很可能会对决策者产

生更大的影响。这将为明年降息打开大门，即使当前基底通胀率处于 2% 的高位。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Alastair Whitfield – 伦敦

- 英国首相约翰逊 (Boris Johnson) 在上周的英国大选中获得了绝大多数选票。与前任相比，**约翰逊政府的财政立场将更加灵活**，当然在英国脱欧方面也是如此。
- 根据保守党的竞选纲领，约翰逊政府的目标是未来五年内**将开支提高到 GDP 的 41%** (目前约为 40%)，并**提高国民保险门槛** (个人免税额)。在其它条件相同的情况下，我们认为所有这些措施有望使 **GDP 增速上升 0.4% 左右**。
- 至于英国脱欧，**约翰逊有意将其之前与欧盟谈判达成的脱欧协议写入法律，但将排除延长一年过渡期间维持现状的可能性**。这种变化在大选之后如此之快发生，而且并非由于热心的脱欧派在下议院提出修正案所带来的压力，我们认为这**表明政府采取了强硬的脱欧立场**。它使得这种情况再次成为可能：如果到过渡期结束时 (即 2020 年 12 月) 仍无法与欧盟达成贸易协议，英国可能不得不依照 WTO 条款开展贸易活动。英镑兑美元汇率回吐了近期涨幅，跌回 12 月初 1.31 的水平。
- 在卡尼 (Mark Carney) 担任行长的倒数第二次会议上，英国央行以 7 比 2 的投票结果维持 0.75% 的利率不变。

英国脱欧过程与英镑

英镑兑美元汇率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2019 年 12 月 18 日

现在的问题在于，**卡尼的任期将于 2020 年 1 月 31 日结束，届时谁将继任？**前美联储理事 Kevin Warsh、英国金融市场行为监管局首席执行官 Andrew Bailey 和伦敦政治经济学院院长 Minouche Shafik 是三位呼声最高的候选人。后两位人选均曾担任英国央行副行长。Shafik 似乎是热门人选，预计任命将在近期宣布。尽管人们认为她并无特别鸽派或鹰派倾向，她形容自己是“猫头鹰”，在制定利率方面比较明智。



亚太区

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

- 由于 12 月 13 日宣布的**美中“第一阶段”贸易协议改善风险偏好**，本周亚洲股市普遍走高。关键细节包括：暂停加征原定于 12 月 15 日生效的关税、(从 9 月 1 日起实施) 关税税率由 15% 降至 7.5%，以及 2020 年中方增加进口农业和服务业等美国商品。尽管最糟糕的情况得以避免，市场观察人士认为执行风险依然存在；尤其是中国是否会加大农产品和其它美国大宗商品的采购力度。另一方面，**第二阶段的谈判将十分艰难，因为双方将就中国产业政策等更多难题展开辩论**。总体而言，我们认为该协议是缓解股市贸易担忧的良好开端，尽管关税回调幅度没某些人预期的那么大。同时我们相信**市场已在很大程度上消化了该协议带来的乐观情绪，因此我们预计不会出现大幅反弹**。
- 由于**产值和新订单持续下降可能导致 2019 年最后一个季度日本经济萎缩，12 月日本工厂活动继续缩减**。日本 Jibun 银行公布的日本制造业采购经理人指数 (PMI) 预览值由 11 月的 48.9 小幅降至 48.8。出口新订单连续第 13 个月下降，但出现了触底迹象，为一年来的最小降幅。另外，日本服务业 PMI 也由前一个月的 50.3 小幅升至 50.6。
- **香港最大的航空公司国泰航空的报告显示客运量连续第四个月下降**。另据彭博社的报道，由于陷入困境的香港航空无法支付某些款项，香港机场管理局查封了该公司的 7 架飞机。持续数月的骚乱导致香港客运量大幅下降，观察人士开始指出规模较小的航空公司可能会进一步裁员、乃至于破产。



市场行情

数据截至 2019 年 12 月 19 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 | 3,205.37 | 2.0% | 27.9% | 18.7% | 19.5% |
| 道琼斯工业平均指数 | 28,376.96 | 1.2% | 21.6% | 13.4% | 14.6% |
| 纳斯达克指数 | 8,887.22 | 2.6% | 33.9% | 24.2% | 27.6% |
| 罗素 2000 指数 | 1,667.09 | 2.6% | 23.6% | 12.6% | 8.5% |
| 标普 / 多伦多综合指数 | 17,064.04 | 0.1% | 19.1% | 19.6% | 5.8% |
| 富时全股指数 | 4,200.87 | 3.3% | 14.3% | 13.7% | 1.4% |
| 欧洲斯托克 600 指数 | 415.07 | 1.9% | 22.9% | 21.5% | 6.2% |
| 欧洲斯托克 50 指数 | 3,739.17 | 1.0% | 24.6% | 22.5% | 4.4% |
| 恒生指数 | 27,800.49 | 5.5% | 7.6% | 7.5% | -5.0% |
| 上证综指 | 3,017.07 | 5.1% | 21.0% | 18.3% | -8.5% |
| 日经 225 指数 | 23,864.85 | 2.5% | 19.2% | 13.7% | 4.4% |
| 印度 Sensex 指数 | 41,673.92 | 2.2% | 15.5% | 14.2% | 23.2% |
| 新加坡海峡时报指数 | 3,207.42 | 0.4% | 4.5% | 4.9% | -5.8% |
| 巴西 Ibovespa 指数 | 115,131.30 | 6.4% | 31.0% | 34.4% | 58.4% |
| 墨西哥 Bolsa IPC 指数 | 44,649.43 | 4.3% | 7.2% | 7.9% | -7.8% |
| 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) | 1,478.80 | 1.0% | 15.3% | 19.0% | 17.2% |
| 白银 (现货美元 / 盎司) | 17.06 | 0.2% | 10.1% | 16.9% | 5.8% |
| 铜 (美元 / 吨) | 6,145.25 | 5.2% | 3.3% | 2.6% | -11.0% |
| 原油 (WTI 现货 / 桶) | 61.22 | 11.0% | 34.8% | 29.7% | 6.5% |
| 原油 (布伦特现货 / 桶) | 66.46 | 6.5% | 23.5% | 16.1% | 4.2% |
| 天然气 (美元 / 百万英热单位) | 2.29 | 0.4% | -22.1% | -38.5% | -14.9% |

| 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 | 1.920% | 14.5 | -76.4 | -83.4 | -54.4 |
| 加拿大 10 年期债券 | 1.660% | 19.7 | -30.7 | -29.9 | -27.4 |
| 英国 10 年期债券 | 0.804% | 10.7 | -47.3 | -47.0 | -40.1 |
| 德国 10 年期债券 | -0.235% | 12.5 | 47.7 | -47.4 | -61.4 |
| 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 | 2.36% | -0.3% | 8.5% | 9.9% | 8.9% |
| 美国投资级企业债券 | 2.89% | 0.0% | 14.2% | 15.1% | 12.0% |
| 美国高收益企业债券 | 5.12% | 1.7% | 14.0% | 11.3% | 11.9% |
| 货币 | 汇率 | 月初至今 | 年初至今 | 1 年期 | 2 年期 |
| 美元指数 | 97.4020 | -0.9% | 1.3% | 0.4% | 4.2% |
| 加元 / 美元 | 0.7620 | 1.2% | 3.9% | 2.7% | -1.9% |
| 美元 / 加元 | 1.3123 | -1.2% | -3.8% | -2.7% | 1.9% |
| 欧元 / 美元 | 1.1122 | 0.9% | -3.0% | -2.2% | -6.1% |
| 英镑 / 美元 | 1.3007 | 0.6% | 2.0% | 3.1% | -2.8% |
| 澳元 / 美元 | 0.6886 | 1.8% | -2.3% | -3.1% | -10.1% |
| 美元 / 日元 | 109.3400 | -0.1% | -0.3% | -2.8% | -3.1% |
| 欧元 / 日元 | 121.6100 | 0.8% | -3.4% | -5.0% | -9.0% |
| 欧元 / 英镑 | 0.8551 | 0.4% | -4.9% | -5.2% | -3.3% |
| 欧元 / 瑞郎 | 1.0880 | -1.3% | -3.3% | -3.9% | -6.7% |
| 美元 / 新加坡元 | 1.3547 | -1.0% | -0.6% | -1.3% | 0.6% |
| 美元 / 人民币 | 7.0104 | -0.3% | 1.9% | 1.7% | 6.1% |
| 美元 / 墨西哥比索 | 18.9247 | -3.1% | -3.7% | -5.9% | -1.5% |
| 美元 / 巴西雷亚尔 | 4.0654 | -4.1% | 4.9% | 4.4% | 23.5% |

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 2019 年 12 月 19 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 / 美元回报为 3.9%，表示年初至今加元兑美元上涨 3.9%。美元 / 日元为 109.34，表示 1 美元可兑换 109.34 日元。美元兑日元的回报为 -0.3%，表示年初至今美元兑日元下跌了 0.3%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@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.

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC Europe Limited

Alastair Whitfield – 英国伦敦

alastair.whitfield@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：Carolyn Schroeder 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 Alastair Whitfield 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 2019 年 9 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] | 748 | 51.73 | 208 | 27.81 |
| 持有[与板块持平] | 618 | 42.74 | 126 | 20.39 |
| 卖出[跑输板块] | 80 | 5.53 | 3 | 3.75 |

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 2019 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 2019 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 2019 年

版权所有 © 加拿大皇家银行 2019 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。