

全球 透视

周刊

创纪录的一周

Tom Garretson(CFA) – 明尼阿波利斯

深幅调整以超乎寻常的速度冲击股市，投资者再次指望央行出手救市。但由于市场愈加期望美联储将开启新一轮的降息，已经处于低位的美债收益率只会跌至历史新低。

一周时间带来的改变是如此之大。由于中国境外冠状病毒疫情扩散，标普 500 指数在 2 月 19 日触及 3386 点的高点之后，过去七个交易日已累计下跌约 12%。尽管在任何经济周期中 10% 的深幅调整都属于正常现象，但在不到一周的时间里，10% 的调整幅度就不那么正常了。自 1980 年以来的约 1 万个交易日中，只有 14 周的跌幅超过 12%。

冠状病毒对企业盈利和销售额的影响，无论是对美国跨国公司还是总部设在它国的企业来说都需要很长时间才能厘清，即使这种传染病在初夏就开始消退。

随着企业开始评估财务影响，事实将会证明这种疾病比去年中美之间错综复杂的贸易风险更加难以评估。对于跨国公司来说，冠状病毒扩散带来诸多未知因素，这些公司有着复杂的全球供应链，或者在受到最大冲击的国家销售额可观。

在对冠状病毒风险进行压力测试之后，当前加拿大皇家银行资本市场估计 2020 年标普 500 指数成份股公司每股收益存在下调至 170 美元的风险，比病毒开始在中国境外扩散之前的预测低 2 美元。当前加拿大皇家银行资本市场的官方预测仍为每股 174 美元，市场普遍预测则为 175 美元。我们认为最终这两个预测都很可能会下调至 170 美元的水平。

太猛太快？

股市快速回调，但仅跌至 4 个月来的低点



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

市场脉搏

- 4 对冠状病毒导致美股深幅调整的一些看法
- 4 冠状病毒对加拿大金融市场的影响
- 5 欧洲大公司量化冠状病毒影响
- 5 中国冠状病毒疫情现状

点击[这里](#)获取作者联系方式。以 2020 年 2 月 27 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 7 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 2 月 27 日 18:46；传播：美国东部时间 2020 年 2 月 27 日 19:00



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。

无论如何，相比很多美国境外的主要股指而言，实际上标普 500 指数成份股公司的营收和盈利整体上主要还是受国内因素的影响，因此对标普 500 指数成份股公司的影响在很大程度上可以归结为国内病毒扩散是否能够得到控制，以及美国经济基本面的支撑力度有多大。

股市深幅调整，债市趋于历史低位

也许这还不足以让投资者开始行动，避险情绪、争相避险以及因而预期全球央行将以降息的方式采取行动已将美债收益率拉低至历史低位。金融市场在很大程度上以某种方式以其定价的 10 年期美债基准收益率一度低至 1.24%，而年初时还接近 2.0%。从全球范围来看，德国政府债券收益率全线跌回零下，全球负收益率债券的存量再次上升，接近 14 万亿美元。

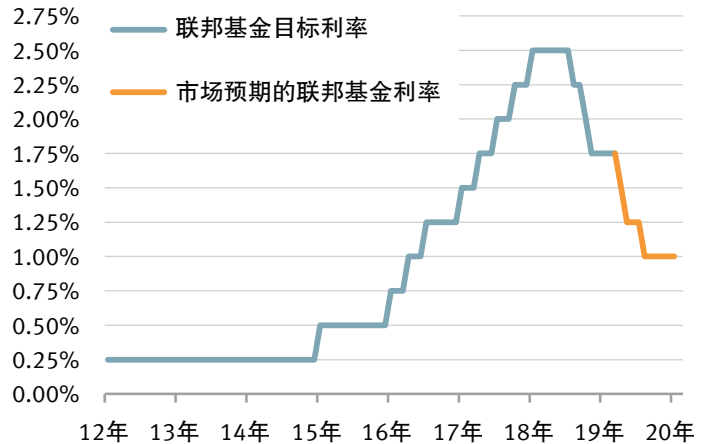
2019 年全球央行放松银根本应为更加稳定的 2020 年奠定基础。既然现在这个问题已经失去讨论的意义，那么央行将如何应对冠状病毒带来的经济风险？他们到底有没有合适的工具？

没有折衷办法

由于发生全球性危机，投资者再次指望着全球央行救市。不幸的是，由于冠状病毒可能导致全球需求骤降以及全球供应链中断，他们也许会发现货币政策不仅不是适当的工具，大多数央行采取行动的空间其实也很有限。欧洲？欧洲央行的政策利率仍处于 -0.50 的水平。英国？仅为 0.75%。中国在推动放贷和增加刺激本土企业方面向来最为积极，但缺乏提振全球需求的能力。

看来只能指望美联储了。尽管处于历史低位，美联储的政策利率仍处于 1.75% 的相对高位，市场认为只能由美联储来提供这种支持。如图表所示，当前市场预计美联储今年将降息三次，幅度在 0.75% 至 1.0% 之间，四次降息的概率则为 50%。在时机方面，当前市场预计美联储将至少会在 3 月 18 日的会议上降息一次。不过我们担心的更大问题是，美联储也许已经过了“周期中段调整”和“保险式降息”的政策阶段。在当前阶段，回到 0 - 0.25% 区间也许是提供必要支撑和提振经济的唯一选择。

当前市场预计今年美联储将降息三次



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

无论如何，在不确定性上升的情况下，通过降息这种渠道获得成本更加低廉的资金也许并非抵消冠状病毒对经济造成负面影响的办法，但央行政策仍可通过情绪渠道提振经济和市场。尽管各国央行也许对降息效果心存疑虑，如果市场人气依然疲弱，它们将别无选择，只能采取行动。

答案当然是财政刺激措施，如果形势继续恶化，我们预计一些国家的政府将会采取积极行动。中国已是如此。

低收益率传染

对于在美国难以找到收入的投资者来说，处于历史低点的美债收益率是不招人待见的。但问题仍在于会低到什么程度？尽管冠状病毒属于全球性风险，美国收益率的降速实际上要快于全球其它国家。但这并不是一个新现象，自 2018 年底以来美国收益率一直与全球收益率稳步趋同。

道理很简单。2011 年欧洲央行开始降息，最终在经济陷入困境时进入负增长区间。在美国，美联储保持耐心，直到 2015 年才开始加息，并在经济持续复苏后才逐步加息，这使得美国与其它国家的收益率之间出现了相当大的差距，如下页图表所示。

今年是本轮商业周期的第 11 年，随着税收改革的财政刺激效应逐渐消失，也许期望美国经济的表现轻而易举地超越世

界其它地区不再现实。只要考察历史上二者的关系就会知道，10年期美债收益率与多数发达国家一样低于1%、或甚至接近于零并非没有可能。

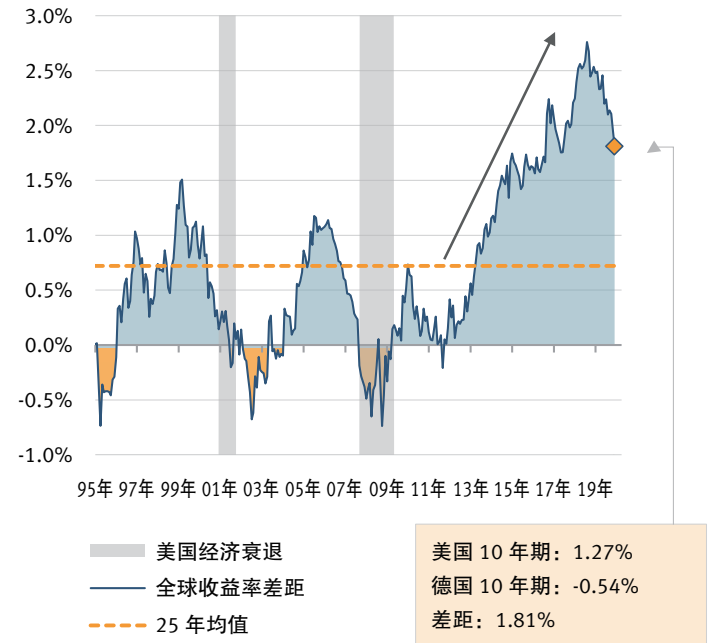
考验胆量

此类事件几乎没有优先级可言。最好的情况就是冠状病毒恐慌会像出现时一样迅速消失。不过只要美国经济基本面保持不变，我们预计年终时多数股市仍将收于正向区间。维持投资往往是最佳策略，而且很可能仍将如此。不过未来几个月股票市场可能会出现更多双向波动，而且可能会出现一段盘整期。

这次疫情爆发说明了多元化的好处。过去一周美国股市下跌10%，抹去了年初迄今的涨幅，美国债券指数却累计上涨了1%。今年60/40经典比例的股票/债券投资组合依然变动不大。投资者并非真想买入收益率为百分之三的债券，也实在不想在收益率为百分之二时买入，可能也不知道为什么要考虑百分之一的收益率，不过在动荡时期债券仍是投资组合的定海神针，而低收益率还可能会进一步下探。

有升必有跌

美国或收窄与全球的收益率差距



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

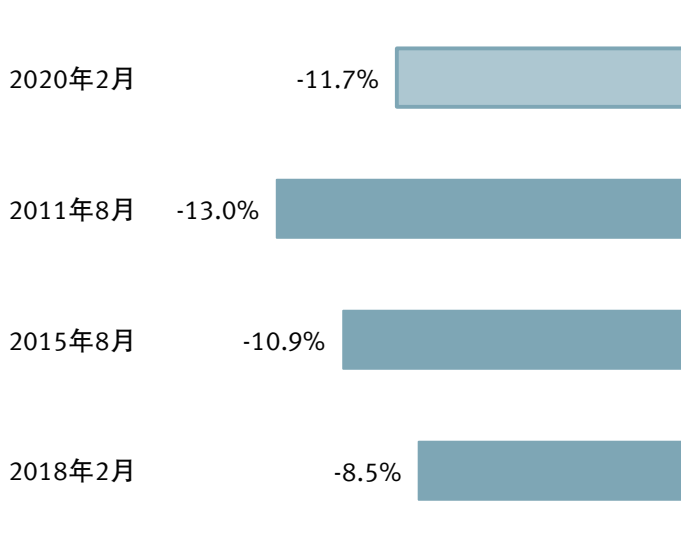


美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **由于受到冠状病毒疫情失控以及民主党总统初选的最新进展拖累股市的连环打击，最近几天美股大跌。**本周标普 500 指数已累计下跌 10.8%，并由 2 月 19 日的盘中高点回落 12.2%，跌入回调区间。纳斯达克指数的跌幅相近，道琼斯指数则坚挺“得多”，周跌幅为 7.0%。本周迄今罗素 2000 指数已下跌 10.5%，较 2 月高点下跌 11.7%，不过整体来看美国股市成长股的表现比价值股稳定。
- 从板块来看，**只能说某些板块相对表现较好，因为表现最佳的板块也不过跌幅较小而已。**类债券和国防概念板块的跌幅最小，必需消费品板块 (-8.5%) 的周跌幅最大，其次是公用事业板块 (-8.7%) 和医疗保健板块 (-9.3%)。另一方面，受周期性终端市场和更大范围内全球经济增长影响最大的行业表现最为糟糕。本周表现最差的是能源板块，跌幅超过 16%，科技板块 (-11.8%) 和原材料板块 (-11.7%) 紧随其后。
- 为了衡量本次深幅调整的速度，我们分析了自 2009 年中期开始本轮复苏以来最糟糕的 5 个交易日走势。

一线希望：市场在经历类似回调后的六个月平均上涨 11.7%
2010 年以来标普 500 指数最低的 5 日回报率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2020 年 2 月 27 日

自 2 月 20 日收盘以来标普 500 指数下跌了 11.7%，而**过去 10 年只有 3 次出现了类似的情况，分别是在 2018 年 2 月、2015 年 8 月和 2011 年 8 月期间。**第一次与流动性、衍生品和波动性恐慌相关；第二次是由于对全球经济增长放缓和中国经济放缓导致油价迅速下跌的担忧；最后一次则是与欧洲债务危机和全球双底衰退担忧直接相关。**令人欣慰的是随后六个月的平均回报率达 11.7%，这三个时期的回报率均高于平均水平。**

- 虽然我们认为冠状病毒疫情的严重程度略低于这两个时期，值得注意的是**美国股市背景已为回调做好准备**，而其它两个时期都没有。从近期高点来看，以未来 12 个月市盈率衡量的标普 500 指数估值已经超过 2018 年 1 月时的水平，达到了本轮扩张的高点。标普 500 指数当前的实际交易价格相当于未来 12 个月远期每股收益的 19.0 倍，远高于 15.0 倍的 10 年平均市盈率。
- **只要美国经济基本面的基本面保持不变，我们预计年终时多数股市将收于正向区间。**但未来数月股票市场也许会出现更多双向波动，而且可能会出现一段盘整期。未来 12 个月或更长时间内我们仍对美股持观望立场。



加拿大

Meika McKelvey – 多伦多

- 由于病毒开始真正在中国境外传播，人们也愈加担忧这种病毒对全球经济的影响，对冠状病毒的初步顾虑使得本周**包括股票和企业债券在内的加拿大风险资产跟随全球市场走低。**过去四个交易日标普多伦多综指的跌幅超过 6%，加拿大的信贷息差跟随美国的信贷息差扩大至年内最高水平（尽管仍接近历史较窄水平）。
- 经济活动指标持续疲弱，加上当前其它“国产”问题（尤其是持续的铁路封锁）以及对冠状病毒的担忧上升，使得**利率预期较 1 月前的加拿大央行会议水平大幅下降。**下周的加拿大央行会议降息的概率已升至 40% 左右，市场预期 4 月将降息 25 个基点，9 月将会二次降息。

- 由于冠状病毒引发的避险行为同时影响大宗商品和大宗商品货币，本周**加元承受重大压力**。本周初以来加元兑美元汇率已下跌 1.2% 左右，同期 **WTI 原油跌幅超过 10%**，跌至每桶约 46.8 美元的 12 个月低点。尽管新冠肺炎疫情对经济的全面影响还不得而知，**在需求减少的重压之下**，它仍像是**能源市场的一个大坑**。
- 2月21日加拿大公布了**12月零售销售数据**，结束了数据相对较多的一周。加拿大央行最近的主要担忧是2019年最后几周国内经济增长放缓，经济活动统计数据是近期关注的重点。零售额较2019年三季度下滑2.1%，环比和同比（增长0.4%左右）均与上个月基本持平。该数据为该行业糟糕的一年画上句号，尽管劳务收入强劲、消费者信心上升，**消费者支出仍持续疲弱**。



欧洲

Thomas McGarrity(CFA) 和 Blaine Karbonik(CFA) – 伦敦

- 由于人们愈加担忧冠状病毒疫情，**欧洲股指进入回调区间**。**欧洲斯托克 600 指数自 2019 年 11 月初以来的所有涨幅已被抹平**。自 2 月 19 日见顶以来，上述指数的跌幅略超 10%，其中旅游休闲（如航空）、基础能源（如矿工）、银行、汽车和油气板块领跌。抗跌板块公用事业股和房地产股的表现较好，但仍分别下跌 6.6% 和 8.0%。在固定收益市场，“避险”需求导致**德国 10 年期国债收益率跌至 -50 个基点下方**，信贷息差小幅扩大。
- 我们认为**面临最大风险的仍是股市中的周期性股票**、尤其是属于非必需消费品板块的奢侈品股和汽车股以及能源和原材料板块的**短期盈利预测**。不过，这已经开始体现在股价中。
- **企业开始量化此次疫情的预期影响**。比如全球酒业巨头**百威英博 (Anheuser-Busch InBev)** 预计 2020 年一季度集团利润将下降 10%，烈酒集团**帝亚吉欧 (Diageo)** 则预计集团销售额和营业利润将分别受到 2.25-3.25 亿英镑和 1.4-2 亿英镑的负面影响（约占总销售额的 3%-4%）。食品和饮料集团**达能 (Danone)** 估计 2020 年一季度销售额

将减少 1 亿欧元，而这主要与该公司在中国的供水业务相关。

- **欧元仍可能受到冠状病毒负面溢出效应的重大影响**，令欧元区预期的经济复苏面临风险，尤其是考虑到该地区制造业已然脆弱不堪。除了病毒担忧之外，其它不利因素也给欧元前景蒙上阴影，包括与英国的贸易协定谈判、持续负利率以及悬而未决的政治风险。鉴于这些挑战，**我们认为审慎做法是对欧元持谨慎态度**。



亚太区

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

- 由于投资者愈加担心**新冠肺炎病毒在中国境外持续扩散**，本周**亚股全线下跌**。泰国股市领跌，由于确诊的冠状病毒病例持续增加令旅游业迅速复苏的前景黯淡，2月26日该国股市出现了六年来的最大跌幅。
- **2月27日中国公布了 29 例冠状病毒感染死亡病例，这是近一个月来每日更新数据的最低水平，新增感染病例则小幅升至 433 例**。中国政府已承诺出台更多财政和货币措施刺激经济增速回升。中国人民银行的高官强调在冠状病毒受控并呈“V型”复苏之后，中国经济有望迅速反弹。据彭博社报道，(1)2月15日至20日期间**中国 6 个主要沿海电厂的日燃煤量开始增加**，而且速度还在加快，不过仍比去年的水平低 40%；(2)2月15日至17日期间**主要制造业中心的复工率超过 50%**。虽然 2 月复工非常缓慢，我们认为在政府各项举措的支持下，经济活动已经开始复苏。预计随着春节假期期间出行的工人开始解除为期 14 天的自我隔离，开工率将会大幅上升。
- 韩国是中国境外确诊病例最多的国家，达 1595 例，其中 12 例死亡。当局确认东南部城市大邱的一个宗教组织是本次疫情爆发的中心。由于一名员工被检测出感染冠状病毒，**韩国三星电子 (005930 KS) 临时关闭了一家生产其新款 Galaxy Z Flip 智能手机的工厂**。韩国央行将 2020 年的 GDP 增速预测从 2.3% 下调至 2.1%，不过却意外维持利率不变。



市场行情

数据截至 2020 年 2 月 27 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	2,978.76	-7.7%	-7.8%	6.7%	8.5%
道琼斯工业平均指数	25,766.64	-8.8%	-9.7%	-0.8%	1.4%
纳斯达克指数	8,566.48	-6.4%	-4.5%	13.4%	16.9%
罗素 2000 指数	1,497.87	-7.2%	-10.2%	-5.3%	-2.5%
标普 / 多伦多综合指数	16,717.44	-3.5%	-2.0%	4.0%	6.7%
富时全股指数	3,787.97	-6.6%	-9.7%	-2.9%	-5.6%
欧洲斯托克 600 指数	389.45	-5.2%	-6.3%	4.5%	1.9%
欧洲斯托克 50 指数	3,455.92	-5.1%	-7.7%	5.3%	-0.1%
恒生指数	26,778.62	1.8%	-5.0%	-6.9%	-14.4%
上证综指	2,991.33	0.5%	-1.9%	1.3%	-9.1%
日经 225 指数	21,948.23	-7.2%	-7.2%	1.8%	-2.0%
印度 Sensex 指数	39,745.66	-2.4%	-3.7%	10.7%	15.7%
新加坡海峡时报指数	3,111.70	-1.3%	-3.4%	-4.3%	-12.1%
巴西 Ibovespa 指数	102,983.50	-9.5%	-10.9%	5.8%	18.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	41,607.42	-5.7%	-4.4%	-3.9%	-13.3%
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)	1,639.78	3.2%	8.1%	24.2%	24.4%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.68	-2.0%	-0.9%	12.4%	7.6%
铜 (美元 / 吨)	5,645.25	1.7%	-8.2%	-13.8%	-19.2%
原油 (WTI 现货 / 桶)	47.09	-8.7%	-22.9%	-17.3%	-25.3%
原油 (布伦特现货 / 桶)	51.32	-11.8%	-22.2%	-22.7%	-23.0%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	1.74	-5.8%	-20.7%	-38.0%	-35.3%

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	1.271%	-23.6	-64.7	-141.2	-162.3
加拿大 10 年期债券	1.157%	-11.6	-54.5	-75.8	-111.8
英国 10 年期债券	0.470%	-5.4	-35.2	-80.4	-109.1
德国 10 年期债券	-0.543%	-10.9%	-35.8	-69.1	-122.2
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	1.85%	1.1%	3.1%	10.9%	14.7%
美国投资级企业债券	2.45%	1.1%	3.5%	15.6%	18.9%
美国高收益企业债券	5.67%	0.0%	0.1%	7.7%	12.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	98.4530	1.1%	2.1%	2.4%	9.0%
加元 / 美元	0.7469	-1.1%	-3.0%	-1.7%	-4.6%
美元 / 加元	1.3388	1.1%	3.1%	1.8%	4.8%
欧元 / 美元	1.0994	-0.9%	-2.0%	-3.3%	-10.1%
英镑 / 美元	1.2888	-2.4%	-2.8%	-3.2%	-7.3%
澳元 / 美元	0.6571	-1.8%	-6.4%	-7.9%	-15.6%
美元 / 日元	109.6900	1.2%	1.0%	-1.2%	2.2%
欧元 / 日元	120.5900	0.3%	-1.0%	-4.4%	-8.2%
欧元 / 英镑	0.8531	1.6%	0.8%	-0.1%	-3.0%
欧元 / 瑞郎	1.0654	-0.3%	-1.9%	-6.4%	-7.2%
美元 / 新加坡元	1.3952	2.2%	3.7%	3.5%	5.4%
美元 / 人民币	7.0044	1.4%	0.6%	4.7%	10.9%
美元 / 墨西哥比索	19.4686	3.3%	2.9%	1.6%	3.3%
美元 / 巴西雷亚尔	4.4911	4.9%	11.4%	20.4%	38.2%

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 2 月 27 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 0.74，表示 1 加元可兑换 0.74 美元。加元兑美元回报为 -3.0%，表示年初至今加元兑美元下跌 3.0%。美元 / 日元为 109.69，表示 1 美元可兑换 109.69 日元。美元兑日元回报为 1.0%，表示年初至今美元兑日元汇率上涨 1.0%。

作者

Thomas Garretson, CFA – 美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯
benjamin.graham@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Meika McKelvey – 加拿大多伦多
meika.mckelvey@rbccm.com; RBC Dominion Securities Inc.

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦
thomas.mcgarrity@rbc.com; RBC Europe Limited

Blaine Karbonik, CFA – 英国伦敦
blaine.karbonik@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：Meika McKelvey 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；Thomas McGarrity 和 Blaine Karbonik 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 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[首选及跑赢板块]	765	51.97	225	29.41
持有[与板块持平]	625	42.46	127	20.32
卖出[跑输板块]	82	5.57	5	6.10

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。我们保留在什么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 / 证券投资者保护公司成员，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成员

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。