

# 全球 透视

## 周刊

### 从容应对

Kelly Bogdanov – 旧金山

由于美伊冲突存在演变成全面战争的风险，地缘政治重新回到舞台中央。但这种武力恫吓并未使得市场过于慌乱。我们来探讨这种镇定何以并不会令人过于惊讶，以及为什么我们对股票配置感到安心。

在经历了相当不错的2019年（标普500指数实现了本轮牛市周期的次佳年度回报）之后，2020年伊始股市就敲响了地缘政治警钟。

美国针对伊朗高级将领发动了无人机攻击，伊朗则对美国驻伊拉克军事基地发动报复性弹道导弹袭击，这令股市不时感到紧张不安，直到伊朗空袭的细节浮出水面，双方都试图缓和紧张局势。

总体而言，尽管事态严重并依然存在重大风险，金融市场对美伊冲突的反应并不强烈。市场是否过于自满？

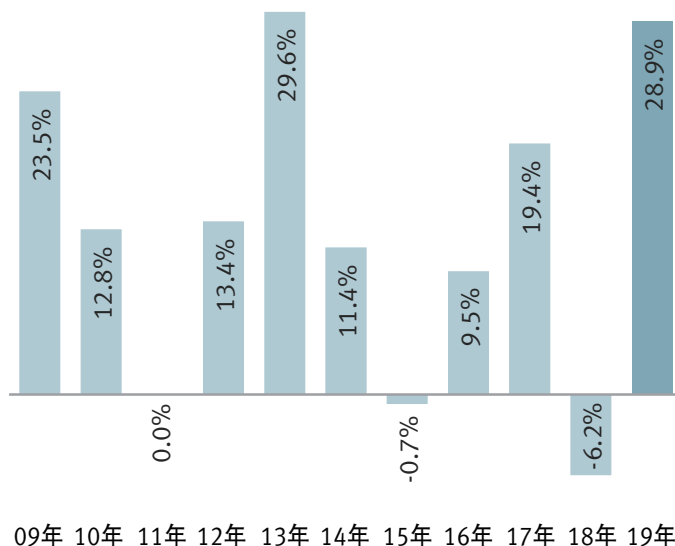
#### 似曾相识

股市对地缘政治冲突的反应相对克制实际上属于常态，而不是例外。

在我们评估的二战后18次军事冲突或敌对行动中，标普500指数的平均跌幅为6.2%。虽然这种跌幅不容小觑，但在市场经常面临的许多情况、包括与军事冲突无关的情况下都属于典型的小幅回调。

我们对以往地缘政治冲突的研究表明，市场的反应平均只持续了30天，尽管许多实际事件持续的时间更长——有时还要长得多。

2019年是本轮牛市周期的次佳回报年份  
标普500指数年度涨跌幅（不含股息）



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

#### 市场脉搏

- 3 贸易僵局减少美国贸易逆差
- 3 加拿大银行业概述
- 4 欧洲经济的一点好消息
- 4 香港股市开年基调乐观

点击[这里](#)获取作者联系方式。以2020年1月9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1月9日16:50；传播：美国东部时间2020年1月9日17:15



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。

有时股票市场会在紧张局势不断发酵演变成地缘政治冲突的期间走弱，但此后迅速反弹。

如表格所示，之前发生的几次事件令市场较难消化，标普 500 指数出现了低至中双位数幅度的下跌。在这些用红色突出显示的例子中，四次战争中的两次发生在中东：1990 年伊拉克入侵科威特并占领其油田；1973 年赎罪日战争和阿拉伯石油禁运期间。

## 有备无患

对于美伊冲突是否已经缓和到足以令市场风险基本解除的程度，现在要下结论还为时尚早。

重点研究中东石油的加拿大皇家银行资本市场的大宗商品团队认为“伊朗僵局远未结束。只要伊朗仍受到严厉制裁且没有解除制裁的现实希望，外交途径似乎处于关闭状态。杀害 Soleimani 将军还很可能使得在对华盛顿遏制伊朗核活动、结束对代理武装团体的支持并停止其弹道导弹项目作出重大让步方面更加强硬和反感……尤其要关注伊朗重启核设施，这仍是总统特朗普及其以色列伙伴内塔尼亚胡的另一条关键红线。”

至于地缘政治风险，我们一直以来的建议是投资者应当假设此类事件可能会偶然性地突然发生，并推动股市短暂回调 5%-10%，在极少情况下会出现幅度更大、持续时间更长的调整。

## 关键在于基本面

不过，我们相信最终决定全球和美国股市走势的是经济和业绩势头。美联储政策也扮演着重要角色，因为它可能会有助于或阻碍经济扩张。

我们认为 2020 年美国 GDP 和企业利润至少将会出现温和增长。我们预计美联储将暂时保持利率不变，维持其宽松立场。所有这些都将成为 2020 年股市的适度回报奠定基础——尽管期间会出现盘整和波动。

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，五年平均市盈率则为 16.7 倍。虽然估值偏高，上涨空间也较小，考虑到超低利率环境，却也不无道理。加拿大皇家银行资本市场有限公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 预测的标普 500 指数年底目标位为 3,460 点，这意味着年度涨幅为 7.1%。

## 标普 500 指数对二战以来部分战争行为及恐怖事件的反应

事件	起始日期	跌至谷底的交易天数	跌至谷底的跌幅 %	回升至均衡水平的交易天数
<b>战争或敌对行为</b>				
<b>美国</b>				
苏联击落美国侦察机	1960年5月7日	2	-0.6%	4
猪湾入侵事件	1961年4月15日	6	-3.0%	14
古巴导弹危机	1962年10月16日	6	-6.3%	13
北部湾事件（越南）	1964年8月2日	4	-2.2%	29
春节攻势（越南）	1968年1月29日	25	-6.0%	46
入侵柬埔寨（越南）	1970年5月1日	18	-14.9%	86
美国入侵格林纳达	1983年10月25日	11	-2.8%	15
美国入侵巴拿马准备阶段	1989年12月15日	2	-2.2%	8
海湾战争（沙漠风暴）准备阶段	1991年1月1日	6	-5.7%	13
美国主导的北约轰炸南斯拉夫	1999年3月24日	3	-4.1%	11
中国截获美国侦察机	2001年4月1日	3	-4.9%	7
阿富汗战争	2001年10月7日	1	-0.8%	3
伊拉克战争准备阶段	2003年2月5日	24	-5.6%	28
<b>外部</b>				
朝鲜入侵韩国	1950年6月25日	15	-12.9%	56
导致六日战争（6月6日）	1967年5月14日	15	-5.6%	20
赎罪日战争，阿拉伯石油禁运	1973年10月6日	42	-16.1%	6年*
苏阿战争	1979年12月24日	7	-2.3%	10
伊拉克入侵科威特，占领油田	1990年8月2日	50	-15.9%	131
<b>平均值</b>		<b>13</b>	<b>-6.2%</b>	<b>30</b>
<b>恐怖事件</b>				
美国驻伊朗大使馆被扣押	1979年11月4日	3	-1.0%	6
美国海军陆战队在黎巴嫩阵亡	1983年10月23日	12	-2.5%	15
俄克拉荷马州爆炸	1995年4月19日	1	-0.1%	3
美国驻非洲大使馆爆炸	1998年8月7日	5	-2.5%	7
世贸中心、五角大楼飞机袭击	2001年9月11日	5	-11.6%	19
马德里火车爆炸	2004年3月11日	3	-1.7%	5
伦敦地铁爆炸	2005年7月7日		标普指数未下跌，富时指数下跌 1.4%	
巴黎巴塔克莱恩餐厅攻击	2015年11月13日	1	-1.1%	2
巴士底日尼斯袭击案	2016年7月14日	1	-0.1%	2
<b>平均值</b>		<b>4</b>	<b>-2.6%</b>	<b>7</b>

\* 其它经济和货币政策负面因素影响了市场重新轧平所用天数；未计入重新轧平的平均交易日天数。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行环球资产管理、维基百科、乔治华盛顿大学国家安全档案、美国海军研究所；数据试图捕捉所有事件发生前的影响

只要我们的多数衰退指标表明美国经济仍将继续扩张，全球和美国经济轨迹和企业利润也未受到美国和伊朗冲突的严重威胁，我们就对投资组合中持有市值权重或基准水平的股票感到安心。



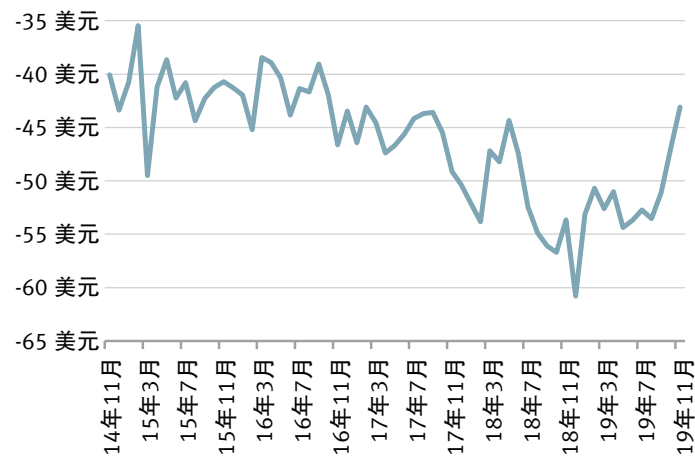
## 美国

Alan Robinson – 西雅图

- 在今年第一个完整的一周里，市场经历了艰难的地缘政治局势，年底时对美中贸易协定前景的乐观情绪一度让位于美伊紧张局势导致的风险规避。不过，交易商似乎更担心错过股市上涨的机会，本周再次将股市推至新高。需要注意的是，**当前超过 80% 的标普 500 指数成份股的股价均处于 200 日移动均线上方**，这种情况通常预示着短期内将会出现回调。
- 在伊朗导弹袭击美国在伊拉克的军事利益 24 小时之内，**原油期货的波动幅度历史性地达到 11%，但最终比当日高点低 6 美元 / 每桶的价格收盘**。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司的大宗商品策略师 Michael Tran 表示，尽管供应吃紧，全球经济也更为强劲，油价“正逼近我们预测的今年平均水平的上端”。如果今年油价持续走高，可能会对全球经济复苏构成风险。
- 美国贸易逆差连续第四个月得到改善**，根据本周公布的数据，目前处于三年来的低点。由于进口减少和出口增加，11 月赤字环比减少 8.2%，降至 431 亿美元。进口减少是由于手机和玩具进口额减少，不过我们预计在美国和中国签署第一阶段贸易协定后，**近期中国进口商品大幅减少的情形也许会在今年早些时候出现逆转**。

## 贸易僵局减少美国进口额和贸易逆差

美国月度贸易逆差（十亿美元）



资料来源：美国经济分析局、加拿大皇家银行财富管理；月度数据截至 2019 年 11 月

- 在美国月度就业数据公布之前，薪资数据处理商 ADP 发布了其就业报告，显示就业岗位数量出现了自 2019 年 4 月以来的最大月度增幅。12 月新增就业岗位 20.2 万个，较 11 月向上修正后的总数增加 7.8 万个，超出普遍预测的 16.5 万个。不过，我们注意到 ADP 的数据很少与政府公布的总体数据一致，**感恩节假期的季节性因素可能会导致最终就业人数下调**。



## 加拿大

Sayada Nabi – 多伦多

- 本周加拿大皇家银行资本市场主办了一年一度的加拿大银行业首席执行官 (CEO) 会议，会议得出了有关 2020 年前景的几个要点。总体而言**基调低迷**，CEO 们普遍重申了**2020 年每股收益增长放缓的预期**；不过加拿大皇家银行多美年证券公司的银行分析师 Darko Mihelic 认为今年的**主要焦点将是营收阻力**。在信贷方面，许多银行表示预计企业或商业贷款条件略有放松和余额增加，不过加拿大皇家银行资本市场相信商业贷款方面这一点并不令人过于担忧，也并非普遍存在。**各大银行预计 2020 年个人和商业贷款将出现增长**，尽管加拿大皇家银行资本市场预计增长的过程不会一帆风顺，而是每个季度都会出现一些波动。加拿大皇家银行资本市场预计 2020 年其覆盖范围内的大型银行**每股收益增速为 4.7%**。按照加拿大央行将降息一次的假设，预计加拿大个人和商业领域的净息差将会持平或略有扩大。总体而言，加拿大皇家银行资本市场预计盈利增速仍将处于银行历史区间的低端，同时指出对经济冲击可能会更加敏感。
- 根据加拿大皇家银行经济研究部的数据，**加拿大贸易逆差有所减少**，不过改善的原因与预期的并不相同。由于进口降幅大于出口降幅，11 月国际贸易逆差收窄至 11 亿美元。**进口环比下滑 2.4%，出口则环比下滑 1.4%**。加拿大皇家银行经济研究部特别提到**导致出口下滑的两个关键暂时性因素**，即大量管道关闭导致**能源出口骤减 11%**以及**CN Rail 长达一周的罢工**。该数据紧随 10 月 GDP 下滑 (-0.1%) 之后公布，随后公布的 11 月劳务市场报告也不及预期。展望未来，随着短期内美中贸易紧张关系得到缓解，**对外贸易环境有望得到改善**。





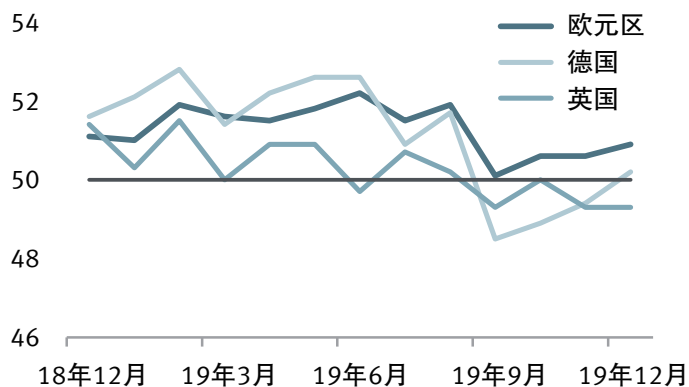
## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- 尽管德国制造业仍是欧洲的软肋，**2020年伊始来自欧洲的消息令人鼓舞。**
- 得益于服务业采购经理人指数 (PMI) 显著改善，四季度欧元区综合 PMI 由 9 月的 50.1 反弹至 50.9。**企业对未来一年 (2020 年) 的乐观情绪也上升至 2019 年 5 月以来的最高水平**，这表明除非受到重大冲击，经济放缓将会触底。
- 尤其是**12月西班牙服务业 PMI 升至 54.9**，为 2019 年 3 月以来的最高水平。根据加拿大皇家银行资本市场的数据库，这意味着该国四季度 GDP 增长 0.4%，与三季度和二季度的增速相近。德国服务业 PMI 则由此前的预览值 52.0 向上修正为 52.9。
- **但由于周期性因素 (贸易紧张局势和全球经济增长放缓) 和结构性因素 (时运不济地注重柴油车业务以及许多地区拼车服务加速发展导致汽车行业总体上受到干扰)**，**德国制造业依然苦苦挣扎。**根据德国汽车工业协会的数据，**2019 年德国工厂生产的汽车数量降至 20 多年来的最低水平。**我们认为，鉴于库存水平较高和订单较少，未来几个月德国的工业活动也许会继续低迷。尽管存在此类困难，**消费品和建筑业使得经济避免陷入衰退。**

继 2019 年大部分时间经济放缓之后，四季度欧洲 PMI 开始回升

按国家和地区划分的 Markit 综合 PMI



注：数据高于 50(黑色实线)视为扩张，低于 50 视为收缩  
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 31 日

- 总体而言，**加拿大皇家银行资本市场预计 2020 年欧元区经济增速将达 1%**，而此前预计 2019 年为 1.2%。
- **我们对欧洲股市持观望态度**，其股票估值不高。该地区经济出现了企稳迹象，同时全球经济增长势头有所加快。欧洲央行行长拉加德 (Christine Lagarde) 仍声称**欧元区协调一致的财政刺激措施将有助于经济增长**，这方面的政治传言开始反复出现。



## 亚太区

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

- 尽管在中东紧张局势升级后市场有所波动，**2020 年亚洲股市开局相对不错。**自 2019 年底以来，**中美贸易谈判提振了市场人气和风险偏好。**中国商务部证实国务院副总理刘鹤率领的代表团将于 1 月 13 日至 15 日访问美国，签署第一阶段贸易协定。我们认为当前美伊冲突对市场的影响将是短暂的。在我们看来，贸易方面取得进展和公司基本面将在中长期发挥更为重要的作用。
- 在新年的第一天，**中国宣布从 1 月 8 日起下调银行存款准备金率 50 个基点。**此次降息将向市场注入约 8000 亿元人民币，**有助于降低小微企业的融资成本。**
- 12 月中国消费物价指数同比上升 4.5%，与 11 月持平。猪肉价格同比上涨 97%，低于 11 月的涨幅 110%。**猪肉价格回落减轻了消费通胀压力，为中国人民银行提供了更大的政策空间**，我们预计 2020 年将会通过利率和流动性工具放松银根。
- 根据去年 12 月召开的中央经济工作会议，**确保经济稳定是 2020 年政府的首要任务。**我们相信中国将继续通过政策刺激措施支持实体经济。
- **2019 年底香港股市出现了反弹，这种乐观情绪一直延续至 2020 年。**中国任命骆慧宁为驻港联络处主任，这是中国试图恢复稳定的一个迹象。最近香港政府估计 15 年来首次出现的预算赤字将不会超过今年 GDP 的 3%。尽管经济形势严峻，**我们相信如果政治不确定性消退，香港股市有望出现强劲上涨。**



## 市场行情

数据截至 2020 年 1 月 9 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	3,274.70	1.4%	1.4%	26.7%	19.0%
道琼斯工业平均指数	28,956.90	1.5%	1.5%	21.3%	14.1%
纳斯达克指数	9,203.43	2.6%	2.6%	32.3%	28.5%
罗素 2000 指数	1,664.99	-0.2%	-0.2%	15.7%	6.7%
标普 / 多伦多综合指数	17,235.57	1.0%	1.0%	16.4%	5.6%
富时全股指数	4,213.77	0.4%	0.4%	11.3%	-0.8%
欧洲斯托克 600 指数	419.64	0.9%	0.9%	20.7%	4.9%
欧洲斯托克 50 指数	3,795.88	1.4%	1.4%	23.6%	4.8%
恒生指数	28,561.00	1.3%	1.3%	7.9%	-7.9%
上证综指	3,094.88	1.5%	1.5%	21.6%	-9.3%
日经 225 指数	23,739.87	0.4%	0.4%	16.2%	-0.5%
印度 Sensex 指数	41,452.35	0.5%	0.5%	14.5%	20.3%
新加坡海峡时报指数	3,247.48	0.8%	0.8%	2.8%	-7.9%
巴西 Ibovespa 指数	115,947.10	0.3%	0.3%	23.9%	47.0%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	44,572.17	2.4%	2.4%	2.1%	-10.3%
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)	1,552.26	2.3%	2.3%	20.0%	18.2%
白银 (现货美元 / 盎司)	17.90	0.3%	0.3%	13.6%	5.5%
铜 (美元 / 吨)	6,152.35	0.1%	0.1%	3.6%	-12.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	59.56	-2.5%	-2.5%	13.8%	-5.4%
原油 (布伦特现货 / 桶)	65.43	-0.9%	-0.9%	6.5%	-4.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.17	-1.0%	-1.0%	-27.4%	-25.9%

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	1.856%	-6.1	-6.1	-85.4	-69.7
加拿大 10 年期债券	1.607%	-9.5	-9.5	-37.1	-59.6
英国 10 年期债券	0.820%	-0.2	-0.2	-44.1	-46.3
德国 10 年期债券	-0.179%	0.6	0.6	-45.8	-64.5
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	2.30%	0.1%	0.1%	8.7%	9.5%
美国投资级企业债券	2.86%	-0.1%	-0.1%	13.9%	12.3%
美国高收益企业债券	5.10%	0.3%	0.3%	11.3%	11.4%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.4330	1.1%	1.1%	2.3%	5.3%
加元 / 美元	0.7660	-0.5%	-0.5%	1.2%	-4.5%
美元 / 加元	1.3055	0.5%	0.5%	-1.2%	4.7%
欧元 / 美元	1.1105	-1.0%	-1.0%	-3.8%	-7.0%
英镑 / 美元	1.3066	-1.4%	-1.4%	2.2%	-3.5%
澳元 / 美元	0.6858	-2.3%	-2.3%	-4.4%	-12.3%
美元 / 日元	109.5300	0.8%	0.8%	1.3%	-2.8%
欧元 / 日元	121.6400	-0.1%	-0.1%	-2.6%	-9.5%
欧元 / 英镑	0.8500	0.5%	0.5%	-5.8%	-3.6%
欧元 / 瑞郎	1.0808	-0.4%	-0.4%	-3.9%	-7.9%
美元 / 新加坡元	1.3513	0.4%	0.4%	-0.1%	1.2%
美元 / 人民币	6.9318	-0.5%	-0.5%	1.7%	6.2%
美元 / 墨西哥比索	18.8429	-0.4%	-0.4%	-2.0%	-2.1%
美元 / 巴西雷亚尔	4.0898	1.5%	1.5%	11.1%	25.9%

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 1 月 9 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 -0.5%，表示年初至今加元兑美元下跌 0.5%。美元 / 日元为 109.53，表示 1 美元可兑换 109.53 日元。美元兑日元回报为 0.8%，表示年初至今美元兑日元汇率上涨 0.8%。

## 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

Sayada Nabi – 加拿大多伦多

sayada.nabi@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.mcgarritty@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：** Sayada Nabi 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 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。**