

全球 透视

周刊



深度解读

应对多变市场

Kelly Bogdanova – 旧金山

市场情绪摇摆令人不安，不过引发暴跌的潜在环境不大可能会破坏经济或盈利周期。我们认为一切都会好起来的，只是需要一定的时间。

由于波动加剧，近期美国股市进一步走弱，同时拖累其它许多市场走低。标普 500 指数继续回调由一个多月前创下的历史新高下跌 7.6%。近期的年初至今表现已徘徊在上涨和下跌区间的危险边缘。

我们认为美国市场反复无常的走势不过是一种暂时现象。股市眼前面临的风险并未改变我们长期看好的观点，因为股市的两大支柱，即经济和盈利增长有望继续提供坚实的基本面。前瞻性指标表明美国经济至少明年 仍将持续扩张。

不过，商业周期很可能已处于后期阶段，最近几周暴露了短期脆弱性。我们认为股市需要更多的时间去调整，从而体现此类变化。

回流

本月早些时候美国开始出现抛售，同时美债收益率飙升。美联储也成为原因之一，因为对其可能步伐太快、幅度太高地推高利率、从而可能抑制国内和全球经济增长的忧虑日增。与此同时还交织着其它问题（见图表）。

引起近期市场下跌的主要原因是企业业绩报告疲软、部分知名跨国企业管理层的谨慎言论、关税以及中国焦虑。



市盈率担忧打压股市……

- 美国盈利马失前蹄
- 利润率压力
- 关税、中美贸易争端
- 全球和中国增长风险
- 美联储政策不确定性、利率
- 意大利 / 欧盟预算之争
- 英国脱欧挑战依然存在
- 美国中期选举焦虑

资料来源：加拿大皇家银行财富管理

市场脉搏

- 4 美国股市担忧未见于固定收益
- 4 加拿大央行声明的有趣之处
- 5 英国脱欧之争表明英国预算不存在争议
- 6 亚洲部分市场估值接近诱人水平；日本评级上调为增持

点击[这里](#)获取作者联系方式。

以 2018 年 10 月 25 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 9 页，了解重要和必须的非美分析师披露。



财富管理

利润削减

过去几周发生变化的最大单一因素是企业盈利前景出现了一些裂痕。不过目前我们认为它们相对较小，并非大的漏洞。

美国和其它市场正在适应三季度业绩报告利润率疲弱趋势和其它方面受挫，而这将影响到如何预测四季度、重要的是 2019 年的业绩。

即使在公布三季度疲软的业绩报告之前，对 2019 年美国盈利增长的预测跟今年相比也将有所放缓，因为减税提振因素行将消失，难以与去年同期相比。但由于迄今为止 26% 的标普 500 指数企业已经公布三季度业绩，我们相信普遍盈利预测也许太高了点，市场反应很可能会体现这一点。

当前普遍预测 2019 年的每股盈利为 178 美元，数月以来一直没有变化。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 则更加保守，她的预测为 173 美元。我们认为，现在看来她的预测更加现实。市场参与者越来越多地讨论每股盈利 170 美元的可能性。要让 2019 年的普遍预测下调至 173 美元或 170 美元意味着下调约 3%-5%。

通常情况下，如果是在几个月的时间里和到年底往往会下调预测时以这种适当幅度下调预测，市场可以在正常的盘整期内以合理的速度消化。但考虑到市场参与者已习惯于盈利向上修正的长期趋势，市场似乎更难以应对向下调整的风险，尤其是其它一些问题也在抛售过程中推波助澜。我们认为一切都会好起来的，不过也许需要一定的时间。

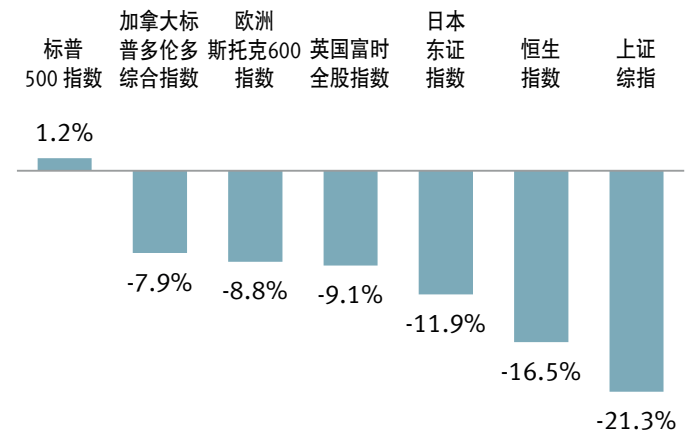
未来数周和数月普遍预测也许会小幅下调并不意味着它就一定会一条路走到黑。我们监测的长期经济指标无疑并未暗示盈利预测会大幅下降，因为所有指标都仍亮着绿灯（参见表格）。这很关键，因为经济衰退通常会导致熊市和相应的盈利增长崩溃。预测适当调整往往是在商业周期的当前阶段和每年这个时候的标准流程。

贸易战触角

尽管对 2019 年盈利前景的担忧是近期股市下滑的主要原因，三季度业绩报告疲软背后的具体驱动因素一直是多数市场的额外阻力。

亚股跌幅最大

部分股指年初迄今跌幅



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2018 年 10 月 25 日，以本币计算

主要经济指标仍处于扩张模式

加拿大皇家银行财富管理美国经济指标记分卡

指标	状态		
收益率曲线（12 个月至 10 年期）	✓	—	—
申领失业金人数	✓	—	—
失业率	✓	—	—
世界大企业联合会（Conference Board）领先指标	✓	—	—
ISM 新订单减库存	✓	—	—
联邦基金利率与名义 GDP 增长率对比	✓	—	—

扩张	中性	衰退
----	----	----

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社、弗雷德 (FRED) 经济数据圣路易斯联邦储备银行

美国钢铝关税以及美中贸易争端是管理团队对三季度马失前蹄或在未来季度预警中普遍援引的因素。生产过程中使用钢材、铝或其它大宗商品的公司投入成本正在上升。关税不会区别对待。它们正在影响部分美国、加拿大、欧洲和亚洲公司。

所有这些都提出了关税将会持续到何时的问题。毕竟，一旦他们赢得了选民的支持，就很难将他们赶下台。而且钢铁关税确实赢得了选民的支持，钢铁工人重新走上工作岗位，工资也有所上涨。

市场也清楚地意识到，美国可以对加征关税，中国同样可以通过提高非关税壁垒进行报复。我们也在考虑两国间更广泛、更深入的地缘政治竞争。

事实上，关税和贸易争端是2019年全球经济及盈利前景的不确定因素。数月以来，美国对贸易的看法相当自满，市场也将关税问题抛到一边。但现在市场情绪已经发生变化，这主要是由于管理层的言论和意识到解决美中贸易争端需要时间、也许需要相当长的一段时间。

估值的一线希望

即使当前存在关税和短期收益风险，三季度业绩报告大多稳健也是重要的考虑因素。目前来看，标普500指数盈利有望同比增长近24%（约8个百分点来自减税推动作用）。迄今已公布业绩的公司当中，约82%的公司盈利超出预期，远超前几个季度的强劲趋势，也远高于长期平均水平。营收超出预期的比例趋于平稳，尽管仍接近长期平均水平。

重要的是，投资者不应忽视估值。此轮抛售只会导致它们的估值更低。比如说，标普500指数当前的市盈率是加拿大皇家银行资本市场预测的2019年每股173美元的15.6倍。这已低于1990年以来的长期平均水平16.2倍。在美国以外的其它市场，估值甚至更加合理或低廉。

管控情绪

长期来看，我们仍认为只要经济、信贷和盈利周期仍对股市有利，投资者就应该选择相信股市。我们的前瞻性经济指标依然良好，我们预计2019年美国的盈利将以平均速度增长，同时估值诱人。在此轮反复无常的走势中，美国长期牛市将保持不变。

迄今为止，此轮回调仍与之前震荡期相似

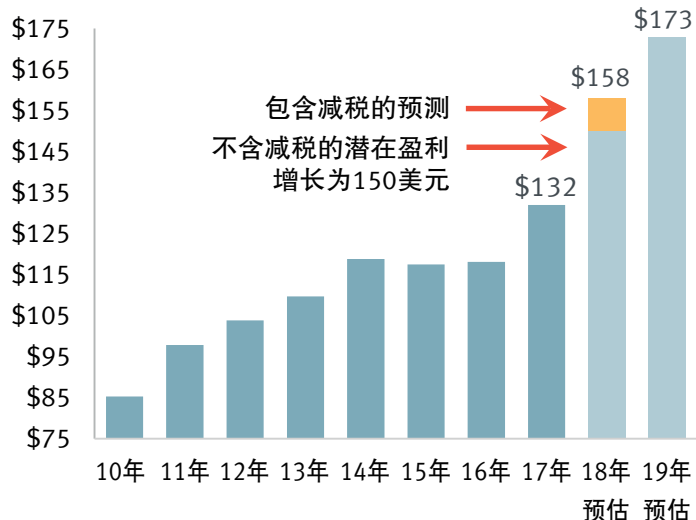
2008年以来的标普500指数



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2018年10月24日

尽管三季度受挫，我们预计2019年盈利仍将实现增长

标普500指数年度每股盈利及预测



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美国股票策略、汤森路透 I/B/E/S；2018年和2019年数据为加拿大皇家银行预测



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 前述评述中一些概念背后的证据进一步凸显了投资者在最近交易时段的经历。本月截至周三收盘时标普 500 指数已惨跌 8.9%；小盘股的跌幅更大，达 13.45。**在令人心惊胆战的环境中板块表现一如预期。类债券表现优异和 2018 年的领涨股举步维艰。**公用事业股成为 10 月表现最佳的板块，截至周三上涨了 4.8%，表现次佳的是消费品股，涨幅为 1.5%，随后是地产股，2.1% 的跌幅相对较小。另一方面，本月经济敏感型和技术导向型股票的表现差强人意。截至周三，原材料股下跌了 13.0%，工业股下跌了 11.6%，科技股则下跌了 10.8%。这些板块表现相对欠佳突出了一个事实，即近期最为依赖全球和美国增长的股票面临最为严峻的挑战。
- 然而，重要的是要考虑到**并非所有的资产类别均表现出股市存在的风险厌恶情绪**。高收益固定收益市场可以作为来衡量债券市场恐慌程度的粗略指标，高收益债券被视为类似于股票的“风险性”资产。通常情况下，当经济和企业前景恶化时，高收益票据支付的利率必须上升，从而适当体现固定收益投资者承担由于前景暗淡而上升的风险。换句话说，高收益投资者需要利率高于“无风险”美债来承担经济和企业前景恶化时的企业违约风险。它通常按高收益综合利率和美债曲线之间的息差衡量。如图表所示，在当前环境中，高收益数据显示股市的扩散效应并未蔓延到固定收益市场。**债券市场未出现恐慌支持我们的观点，即对美国股市的耐心是对近期抛售的适当回应，我们将继续选择相信美国 and 全球股市。**



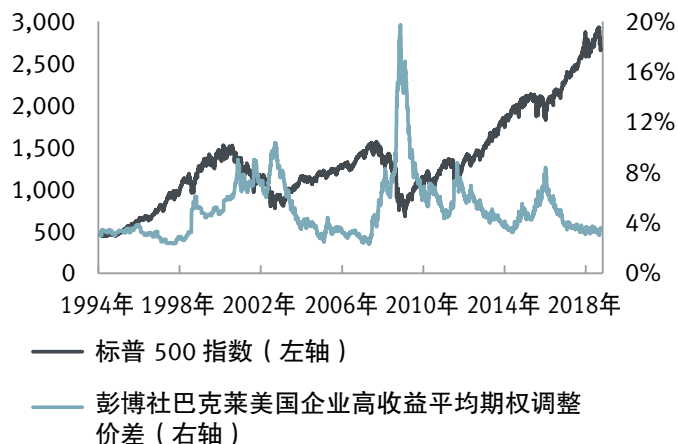
加拿大

Diana Di Luca、Richard Tan(CFA) 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- **年初迄今标普 / 多伦多综指下跌了约 8%**，2018 年标普 500 指数则小幅上涨了约 1.2%。重新担忧全球经济增长减速令投资者止步不前，并加速转向公用事业等传统抗跌板块。自抛售开始 (10 月 4 日) 以来，**标普 / 多伦多综指的 11 个板块当**

股市担忧未见于固定收益市场

标普 500 指数、彭博社巴克莱美国企业高收益平均期权调整价差



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2018 年 10 月 24 日

- **中仅有公用事业和通讯服务这两个板块仍处于上涨区间。**我们注意到在全球行业分类标准重新调整的推动之下，通讯服务板块于 9 月份引入，电信企业在该板块中占比约为 84%。
- 过去几年低利率环境持续存在，**诱使企业借入廉价资本进行股票回购。**加拿大央行的强硬言论导致市场解读为央行未来可能会加快加息步伐。这表明 (至少在银行看来) 加拿大经济依然健康。**加拿大皇家银行经济研究部预计 2019 年将加息三次。**尽管我们相信短期内波动性会持续下去，我们建议利用这个机会**增加持有具有强大竞争优势的高品质企业债券。**加拿大银行的远期市盈率为 10.7 倍，10 月 1 日时则为 12.2 倍。我们注意到加拿大负债的消费群体属于不利因素，我们认为它可能会导致贷款增长放缓。
- 另一方面，自从抛售开始以来，**能源股一直是相对表现最为糟糕的板块之一。**由于管道容量紧张、存储水平上升以及铁路运输成本上涨，WTI-WCS 的差价突破每桶 50 美元。在 2019 年年中加拿大皇家银行资本市场预计的铁路原油运输翻番，以及 2019 年年底前预定新增管线投产之前，加拿大皇家银行资本市场预计价差不会得到大幅改善。对于希望趁低吸纳的投资者，我们**继续建议关注综合性公司和资产负债表更为强劲的公司**，它们可以经受住大宗商品价格的波动。

此外，我们要提醒税收损失抛售季正在逼近，而能源板块可能会成为主要对象，年初迄今该板块的跌幅约达 9.5%。

- **标普 / 多伦多综指的远期市盈率**已从今年年初的 16.4 倍收缩至现在的 13.0 倍。标普 500 指数则分别为 18.4 倍和 15.5 倍。总的来说，**我们仍对加拿大股市持股观望**，因为我们认为相对美国同类股票估值偏低足以弥补与国内经济相关的固有风险。
- 正如市场普遍预期的那样，**加拿大央行于 10 月 24 日将隔夜利率上调 25 个基点至 1.75%**。加拿大央行的正式声明指出，**全球经济前景“依然稳固”**，美国经济尤为强劲。尽管北美自由贸易协定谈判圆满结束，**国际保护主义仍被认为是全球经济的下行风险**：加拿大央行当前预计**对 GDP 增长的拖累为 0.30%**，低于此前《货币政策报告》中的 0.67%。
- 最新的《货币政策报告》指出，由于“国外和国内需求双双强劲增长”，**加拿大经济接近潜能运行。增长预测基本上没有变化**，不过该报告指出 GDP 增长的构成继续由消费和住房转向商业投资和出口，部分原因是借贷成本较高和按揭贷款要求更加严格。**家庭负债上升**被视为通胀风险，美中贸易紧张局势潜在外溢也是如此。
- 我们发现关于加拿大央行声明中最有趣的是，加拿大央行不仅没有删除市场普遍预期的与其加息周期相关的“渐进”字眼，实际上更近一步表示“**政策利率必须升至中性立场以实现通胀目标**”。加拿大央行估计中性利率介于 2.5% 和 3.5% 之间，当前政策利率为 1.75%，达到中性利率还需要加息多次。考虑到平均中性利率为 3%，比本轮周期当前市场达到的利率大约高出 50 个基点，这对债券收益率来说很重要。从本质上讲，加拿大央行所传达的内容与债券市场认为的现实存在明显差异。鉴于市场预期收益率曲线将在 2.5% 时完全变平，这在曲线中较长端（10 年期以上）的债券中最为突出。目前我们**最为放心推荐投资者选择能够提供较低预期波动性回报的短至中期债券**，随着本轮周期逐步走向终点，它们是投资组合中更佳的流动性来源，如果加拿大央行坚持它的承诺（比当前体现的加息次数更多），也是以更诱人利率进行再投资的机会。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **本周泛欧市场相对保持稳定**，以当地货币计算跌幅大约相当于标普 500 指数的一半。但投资者有理由感到紧张，因为**刚刚开始**的财报季公布的许多业绩大幅低于预期。科技板块正面临与美国同类板块类似的挑战，涉足新兴市场的公司也同样面临挑战（比如百威英博削减股息）。现在要对财报季下结论还为时太早，只是初期的趋势令人失望。
- 宏观数据也是如此。德国服务业采购经理人指数预览值显示**德国服务业或将放缓**，降至两年来的低位，低于普遍预测。德国景气指标 ifo 商业景气指数也确认了这一点。该地区制造业活动放缓，不过经济学家预计服务业将成为缓冲。**如果目前的趋势持续下去，加拿大皇家银行资本市场对 2019 年欧元区 1.8% 的 GDP 增长预测可能存在下行风险**。
- **英国年度预算**一直属于政治事件，今年更是如此，因为将于 10 月 29 日公布的预算**与英国脱欧谈判密切相关**。在英国脱欧谈判如此微妙的时刻，政府不能冒险提出某些保守派系或撑起保守党微弱多数的北爱尔兰党派民主统一党 (DUP) 不赞成的政策。因此，**我们预计预算不会引起争议**。
- 英国财政大臣将会兑现特蕾莎·梅首相“结束紧缩”的承诺。**一些额外的国民保健服务支出可以通过今年迄今为止好于预期的税收支付**。但要彻底结束紧缩，就必须大幅加税来为其筹措资金。这种举措有望在将来的某个时候得以实现，但眼下更有可能对税收作出小幅调整。**实际上，紧缩政策将会持续，但速度将会放缓**。
- **我们预计只会增发有限的金边债券**，但在未来五年预测的总体范围内，根据加拿大皇家银行资本市场的观察，财政大臣以 2019 年 3 月开始的借款计划实现承诺的增加支出及其实现平衡预算的目标之间越来越难以调和。



亚太地区

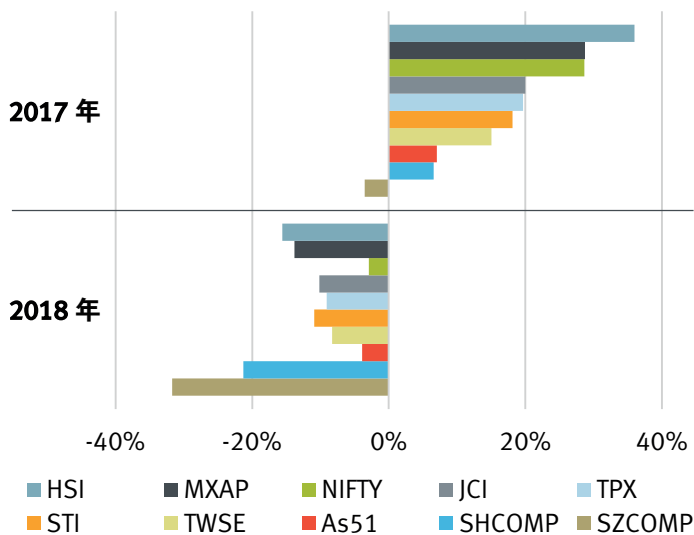
Jay Roberts(CFA)– 香港; Nicholas Gwee(CFA)– 新加坡

- **MSCI 亚太指数已进入熊市。**该指数自 1 月高点下跌了 20%，年内跌幅则为 14.5%。
- **大部分跌幅均发生在美国首次对中国加征关税之后。**美国股市的此轮回调使得亚洲市场更加疲软。如果美国市场继续调整，**我们的基本看法是亚洲股市将会进一步走软。**不过，部分亚洲市场已经接近诱人的估值范围。

香港

- **恒生指数今年首次收于 25000 点之下。**中国公司构成其大部分市值的香港基准指数于 1 月 26 日达到 33154 点的峰值，此后下跌了 25%，尽管 2017 年走势强劲。事实上，亚洲许多股指也出现了类似的形态（见图表）。
- 长时间以来**我们首次开始看到恒生指数的价值。**在今年下跌期间，估值基本上是无痛痒的。正如我们在 10 月 11 日

主要股指：2017 年和 2018 年年初至今回报



显示的指数：香港恒生指数 (HSI)、MSCI 亚太指数 (MXAP)、印度 NSE 50 指数 (NIFTY)、雅加达综合指数 (JCI)、东证指数 (TPX)、海峡时报指数 (STI)、台湾证券交易所加权指数 (TWSE)、澳大利亚标普 200 指数 (As51)、上证综指 (SHComp)、深证综指 (SZComp)。
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2018 年 10 月 24 日，以本币计算

的《全球透视周刊》中指出的那样，账面价值以及 1.1 倍的账面价值历来都为该指数提供强大支撑。这些点位分别为 21205 点和 23325 点。

- 虽然这未必属于时机工具，**估值可能会在一段时间内持续低迷**，历史上在估值接近账面价值时为香港上市股票分配资本的**投资者最终都得到了回报**。重复一遍，**现在还没有到达这样的水平**，账面价值较当前指数水平低 15%，技术指标不佳，但也相距不太远。

中国内地

- 中国内地股市是一个**更难预测的市场**。对于过去一周的政策干预，市场出现了一些短暂的乐观情绪。当局此前一直通过宣布针对经济或直接针对市场的政策举措支撑疲软的股票市场。
- 通常情况下，这表明市场尚未触底。不过它们**已经发出离底部不远的信号**，一般会在一到六个月时间。尽管情况当然各有不同，我们相信目前**中国经济数据并没有出现实质性的疲软**，不足以说明目前普遍存在的看跌投资者情绪是适当的。
- 即便如此，**我们仍建议对中国股市持谨慎态度**，并期待发生两件事。首先，股票市场需要有一段时间进行盘整，从而表明由于保证金要求等技术问题而被迫抛售的情况已经有所缓解。其次，过去六个月 MSCI 指数的盈利持续向下修正，这必须停止。
- **人民币兑美元汇率继续下跌**，而且美元兑人民币汇率似乎势必将会贬值至 7.00 之上。加拿大皇家银行资本市场预计到 2019 年年中时该货币对将达到 7.20 的水平。

日本

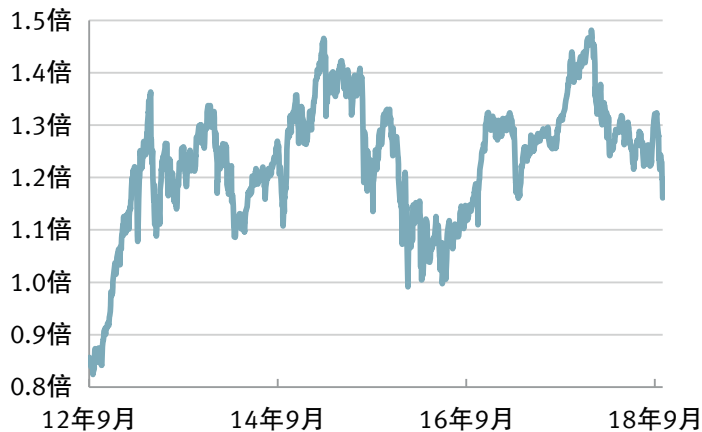
- 日本仍然是我们的首选北亚股市。**我们对未来 12 月日本股市的看法由持股观望转向增持。就业数据尤为强劲。**通胀率低而积极，这对日本来说是一项重大成就。盈利增长可观，估值诱人。公司现金水平继续上升。盈利能力指标股本回报率达到了 10% 左右的周期性高位。风险之一是日元升值。不过我们预计 2019 年日元将会走弱。

- 与香港类似，**日本基准东证指数也接近估值支撑水平**。在首相安倍晋三上任的几乎整个时期内（2012年年底以来），该指数的交易价格均高于账面价值。在2016年一季度全球股市调整期间，该指数的市净率一度处于1.0倍和1.1倍之间。在余下的时间里，1.1倍的账面价值一直提供强大的支撑。1.1的市净率为1470点，较当前指数水平1600点低8%。

新加坡

- **MSCI新加坡指数自5月高点下跌了17%。指数中超过三分之一的股票处于或接近52周以来的低点**。尽管宏观环境相当健康，市场情绪低迷。我们认为短期到中期仍存在下行风险。我们认为美中贸易争端关系对新加坡构成威胁，同时也是机会。关税打压贸易往来和商业信心。不过随着双边贸易协定的签订，**贸易向该地区转移也许会潜在缓解这种影响**。
- 我们认为**估值已经非常诱人**。MSCI新加坡指数的市净率为1.19倍，长期平均值为1.60倍，全球金融危机期间的低点则为1.14倍。由于估值相对不高和盈利增长合理，我们认为新加坡股市**相对于区内同类指数将得到更好的支撑**。

安倍上任以来东证指数市净率



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2018年10月25日

- 在股票选择方面，我们意识到短期风险较高，并**优选抗跌股和部分周期性股票**。



市场行情

数据截至 2018 年 10 月 25 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	2,705.57	-7.2%	1.2%	5.8%	26.2%
道琼斯工业平均指数	24,984.55	-5.6%	1.1%	7.1%	37.5%
纳斯达克指数	7,318.34	-9.0%	6.0%	11.5%	38.5%
罗素 2000 指数	1,500.40	-11.6%	-2.3%	0.5%	23.4%
标普 / 多伦多综合指数	14,924.08	-7.1%	-7.9%	-5.9%	0.4%
富时全股指数	3,836.72	-7.1%	-9.1%	-6.2%	0.8%
欧洲斯托克 600 指数	355.07	-7.3%	-8.8%	-8.3%	3.5%
欧洲斯托克 50 指数	3,164.40	-6.9%	-9.7%	-11.9%	2.5%
恒生指数	24,994.46	-10.1%	-16.5%	-11.7%	6.1%
上证综指	2,603.80	-7.7%	-21.3%	-23.3%	-16.9%
日经 225 指数	21,268.73	-11.8%	-6.6%	-2.0%	22.5%
印度 Sensex 指数	33,690.09	-7.0%	-1.1%	2.0%	19.9%
新加坡海峡时报指数	3,012.84	-7.5%	-11.5%	-9.9%	5.6%
巴西 Ibovespa 指数	84,083.51	6.0%	10.1%	9.7%	31.7%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	46,275.71	-6.5%	-6.2%	-5.3%	-3.8%
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)	1,232.07	3.3%	-5.4%	-3.5%	-3.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.64	-0.4%	-13.6%	-13.6%	-17.5%
铜 (美元 / 吨)	6,188.00	-1.2%	-14.1%	-11.4%	31.0%
原油 (WTI 现货 / 桶)	67.33	-8.1%	11.4%	29.8%	36.0%
原油 (布伦特现货 / 桶)	76.63	-7.4%	14.6%	31.1%	50.9%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	3.17	5.4%	7.3%	8.6%	14.2%

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 年期国债	3.124%	6.3	71.9	69.3	136.8
加拿大 10 年期债券	2.452%	2.5	40.7	40.7	131.1
英国 10 年期	1.441%	-13.2	25.1	3.7	35.2
德国 10 年期债券	0.398%	-7.2	-2.9	-8.4	36.8
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	3.55%	-0.5%	-2.1%	-1.4%	-1.3%
美国投资级企业债券	4.21%	-1.0%	-3.3%	-2.1%	0.2%
美国高收益企业债券	6.73%	-1.2%	1.3%	1.4%	9.5%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	96.6310	1.6%	4.9%	3.1%	-2.1%
加元 / 美元	0.7650	-1.2%	-3.8%	-2.1%	2.1%
美元 / 加元	1.3072	1.3%	4.0%	2.2%	-2.1%
欧元 / 美元	1.1372	-2.0%	-5.3%	-3.7%	4.4%
英镑 / 美元	1.2818	-1.6%	-5.1%	-3.3%	5.2%
澳元 / 美元	0.7081	-2.0%	-9.3%	-8.1%	-7.4%
美元 / 日元	112.4800	-1.1%	-0.2%	-1.1%	7.9%
欧元 / 日元	127.9000	-3.1%	-5.5%	-4.8%	12.7%
欧元 / 英镑	0.8872	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.7%
欧元 / 瑞郎	1.1369	-0.3%	-2.9%	-2.8%	5.0%
美元 / 新加坡元	1.3809	1.0%	3.4%	1.5%	-0.6%
美元 / 人民币	6.9489	1.2%	6.8%	4.7%	2.5%
美元 / 墨西哥比索	19.4730	4.0%	-0.9%	2.3%	5.1%
美元 / 巴西雷亚尔	3.7074	-8.4%	12.1%	14.6%	19.1%

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。美元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 / 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 2018 年 10 月 25 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 -3.8%，表示年初至今加元兑美元下跌 3.8%。美元 / 日元为 112.48，表示 1 美元可兑换 112.48 日元。美元兑日元回报为 -0.2%，表示年初至今美元兑日元汇率下跌 0.2%。

作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@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

Richard Tan, CFA – 加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Arete Zafriou – 加拿大多伦多

arete.zafriou@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Diana Di Luca – 加拿大多伦多

diana.diluca@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Frédérique Carrier – 英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Ltd.

Thomas McGarrity, CFA – 英国伦敦

thomas.mcgarritty@rbc.com; Royal Bank of Canada Investment Management (U.K.) Ltd.

Jay Roberts, CFA – 中国香港

jay.roberts@rbc.com; RBC Investment Services (Asia) Limited

Nicholas Gwee, CFA – 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; RBC Investment Services (Asia) Limited

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：Diana Di Luca, Richard Tan 和 Arete Zafriou 是加拿大皇家银行美国财务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；Jay Roberts 和 Nicholas Gwee 是加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司的雇员；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) 及指导性投资组：美国预托证券 (RL 10)，以及前名单，即指导性投资组合：大型股 (RL 7)、指导性投资组合：中型股 111(RL 9) 及指导性投资组合：环球股票（美国）(RL 11)。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）。

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]	859	54.33	251	29.22
持有[与板块持平]	646	40.86	125	19.35
卖出[跑输板块]	76	4.81	5	6.58

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：

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。

风险评级：

加皇资本市场有限公司于 2013 年 3 月 31 日取消了其平均与高于平均的风险评级。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 2018 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 - 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 2018 年

版权所有 © 加拿大皇家银行 2018 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。