

全球透視

週刊



深入分析

地緣政治旋渦

Laura Cooper – 倫敦

地緣政治憂慮及其他因素令市場近期反覆無常。不過投資者不應為波動憂心，因為我們認為市場只是未能消化有關消息，過一些時間便會平靜下來，況且經濟週期仍會持續。

股市在 10 月反覆無常，全球各地的指數蒸發了年初至今的升幅。接近月底時，市場因為美國盈利超乎預期及地緣政治緊張舒緩而暫喘一口氣，但整體無法收復在 10 月的失地，全球股市價值在這段跌市中蒸發了大約 8 萬億美元。

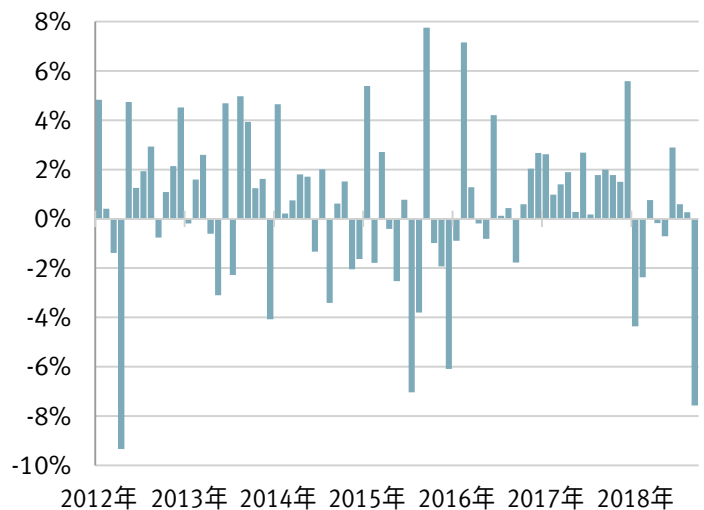
標普 500 指數的價值在月內下跌 6.9%，是自 2011 年 9 月以來最差按月表現。以科技股為主的納斯達克指數從 10 月初的最高位下跌 9%，現時接近調整水平。盈利電話會議顯示美國公司面對的不利因素增加，加劇投資者對財政狀況緊縮及全球增長放緩的憂慮。

不單止美國市場波動，歐股在月內的表現亦是自 2016 年初以來最差。MSCI 亞太指數（所有國家）下跌至 2017 年 4 月的低位，MSCI 新興市場指數下跌接近 8%，新興市場明顯受壓。

全球股市波動打擊投資者信心，令人更憂慮牛市受到動搖。我們認為市場處於過度期，未能消化有關消息（這是美國盈利增長高峰期過後 4 至 6 個月的常見情況）但與此同時在吸收其他風險。加拿大皇家銀行資本市場公司的美股策略主管 Lori Calvasina 認為當市場適應背景轉變股市可能還會下跌，但美國盈利增長依然樂觀且經濟基本因素強勁都意味著週期會持續。

全球股市錄得自 2012 年以來最大按月跌幅

MSCI 所有國家世界指數按月表現



數據來源 – 加拿大皇家銀行財富管理、彭博；截至 2018 年 10 月 31 日的按月變動

市場行情

- 4 加拿大公用事業：估值重整
- 5 美國股市赤色十月
- 5 加拿大銀行第三季業績我見
- 5 能源板塊帶動歐洲第三季業績
- 6 亞洲股值開始抬頭

點擊[這裡](#)查看作者的聯絡資料。

價格（以美元計）截至 2018 年 11 月 1 日收市，美國東部時間（另有指定除外）。

重要及必須的非美國分析員披露，請參閱第 8 頁。



財富
管理

尚未雨過天晴

總結 10 月份的事件，除聯儲局政策不確定、盈利不符預期及增長放緩之外，地緣政治因素對投資者情緒的打擊似乎日增。風險胃納受政治形勢影響，包括中美貿易緊張、沙特阿拉伯和美國關係轉差、對意大利預算案的憂慮及英國脫歐，此情況可能持續至美國中期選舉之後。

從財政憂慮 ...

歐洲方面受政治因素影響，意大利政府預算案爭議的憂慮打擊投資者情緒。歐盟於 10 月 23 日正式拒絕意大利的預算草案，前所未有地要求修訂提案。此舉增加意大利的融資壓力。意大利 10 年期政府債券收益率上升，跟德國 10 年期政府債券收益率的差距拉至自 2013 年中以來最闊。

區內風險胃納被蠶蝕拖累歐洲資產，歐元和意大利銀行股均受壓。提交修訂預算案的限期為 11 月中，意味著挑戰在短期內會持續。不過，由於收益率差距進一步拉闊可能令意大利銀行面對難以承受的壓力，我們認為達成協議的誘因強烈。

... 以至沙漠風暴

發生衝突的可能性不單止局限於歐洲，美國方面，特朗普總統近期更強烈批評聯儲局及加息步伐。但市場卻專注於編排緊密的美國盈利公佈、重大的盈利不符預期和警告。工資壓力和勞動力成本上升是公司指出的最大不利因素，其次是大宗商品價格（見圖表）。

原油價格從近期的高位回落，但《華盛頓郵報》記者卡舒吉遇害後美國考慮向沙特阿拉伯實施懲罰性措施，區內緊張升級可能影響油市。全球石油供應依賴沙特阿拉伯進一步增產來抵銷伊朗停止供應出現的短缺。因此，如果沙特阿拉伯減產可能將原油原本的樂觀展望推至不利於全球經濟的水平。

貿易緊張加劇 ...

中美貿易爭議引起的地緣政治緊張及兩國在多方面的競賽加劇亦影響盈利公佈期，企業聲明因開徵關稅而欠樂觀。投入成本上升令公司毛利受壓，加劇美元走強的原本不利因素並令投資者更有理由日趨審慎。

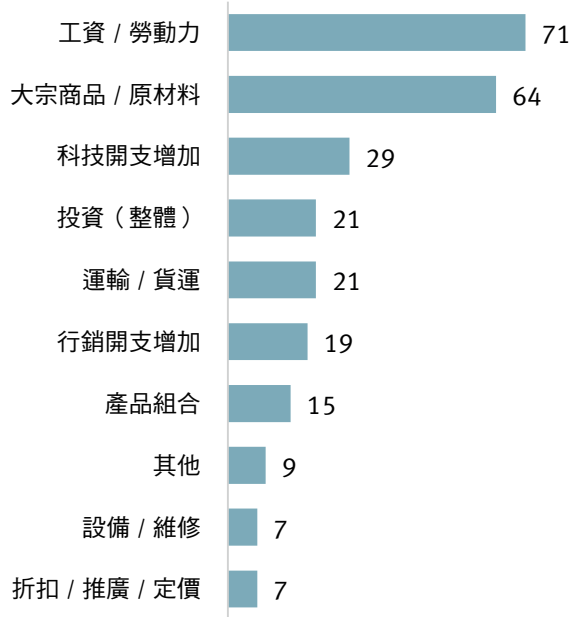
意大利政治壓力拖累風險情緒



數據來源 — 加拿大皇家銀行財富管理、彭博；數據截至 2018 年 10 月 31 日

美國盈利電話會議反映主要不利因素

匯報的公司數目



數據來源 — 加拿大皇家銀行美股策略、Alphasense；根據截至 2018 年 10 月 25 日已匯報的公司

與此同時，投資者基於地緣政治形勢紛紛向相對安全的美元資產避險亦支持美元走強。美元持續走強趨向及貿易關稅的影響不單止令盈利報告受壓，新興市場在 10 月亦再度受壓。

中國股市在 10 月下跌，要藉著政治干預以舒緩市場憂慮。中國央行、中國證券監督管理委員會及國務院副總理劉鶴的言論為市場提供短暫支援，我們認為可能需要更多政治干預才能令投資者恢復信心，特別是有鑑於多項經濟指標進一步疲弱。

... 英國脫歐磨擦正在醞釀

英國脫歐協商產生的政治壓力繼續成為投資者注視的焦點。人們日益看淡能夠達成脫歐協議交予歐盟 27 個成員國及下議院正式批准，各類資產受拖累。在 10 月，富時 100 指數和英鎊兌美元均下跌至多月以來最低，英國國債則上升。

我們認為英國可能得以在本年較後時間跟歐盟達成脫歐協定。不過，由於協議不容易獲下議院通過且可能在現政府內部引起磨擦，故壓力可能會持續。情況不確定和後果不明朗都意味著市場會隨著政治局勢變化而增添波動。

別因股市波動而憂慮

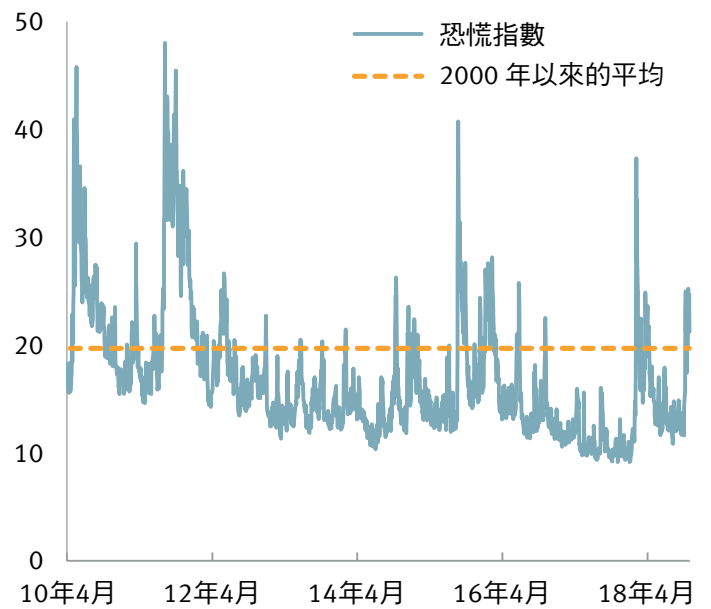
美國中期選舉結果的不確定性增加可能會令股市進一步波動。這是每次中期選舉的情況，不管影響有多大或哪個政黨勝出亦然。

即使股市今後因地緣政治因素而波動，但在超低波動期過後再次出現波動是預料之內。

10 月份的事件反映投資者重新調整預期。這是必需的，因為美國經濟週期接近「後段」且聯儲局可能採取更進取的方針。財政狀況緊縮增加經濟衰退風險，但各項指標依然顯示美國經濟下行的可能性不高。地緣政治風險令股市有更大可能繼續下跌，但我們認為暫時不會窒礙股市表現。

波動性：回復正常

標普 500 波動性指數 (恐慌指數)



數據來源 — 加拿大皇家銀行財富管理、芝加哥期權交易所、彭博；數據截至 2018 年 10 月 31 日



加拿大成為焦點

加拿大公用事業：估值重整

Joseph Wu(特許金融分析師)- 多倫多

隨著債券收益率上升引發股市無序轉離所謂「類債券」，公用事業板塊成為利率敏感股的波動中心。對追求收益或尋求在市場波動時加強投資組合的避險投資者來說，我們認為公用事業板塊近期表現欠佳提供機會增持前景強勁的公司，以確保股息穩定增長。

利率帶動上升

利率上升通常不利於派息股的表現，原因是政府債券等較安全的選擇會更加吸引，從而減低收益股的號召力。在利率上升不利於傳統派息股下，標普 / 多倫多公用事業指數作為「類債券」的主要指數首當其衝，隨著加拿大 10 年期政府債券收益率從 2.05% 上升至大約 2.50% 後年初至今下跌大約 10%。

我們認為，加拿大長持有期政府債券收益率上升接近 50 個基點有利於期待已久的估值重整。標普 / 多倫多公用事業指數相對標普 / 多倫多綜合指數的收益率優勢拉闊至 2.20%，高於本年初的 1.40% 及長遠平均 1.86%。根據 12 個月追縱股息計算，加拿大公用事業板塊相對加拿大長持有期政府債券現時享有 2.84% 的收益率優勢，高於本年初的 2.10% (見圖表)。

宜慎選

有鑑於債券收益率上升，投資者重新調整對息率敏感公用事業股的預期。現時加拿大公用事業股的風險 / 回報率已大幅改善。

除了市場普遍預期股息在 2019 年會有中間單位數增長之外，該板塊現時的股息回報為 5.33%，高於本年初的 4.14% 但低於 2017 年中的 4%，故較以前吸引。深入一看，標普 / 多倫多公用事業指數 16 隻成份股之中超過一半年初至今下跌超過 10%。我們認為，追求收益的投資者可趁整體回落評估是否值得投資於這個近期似乎受忽略的板塊。

不管如何，雖然近期債券收益率上升可說已反映在公用事業板塊的現行估值，但我們認為利率在明年可能維持上行趨向，意味著宏觀背景可能繼續不利於此板塊的表現。投資者評估加

加拿大公用事業板塊相對加拿大政府債券的收益率優勢已上升至更吸引的水平



數據來源 — 彭博；數據截至 2018 年 10 月 31 日

拿大公用事業板塊時宜保持耐性及慎選，並專注於資產負債表較強勁、現金流高於平均及股息增長明確的公司。

除非另外註明，否則本文章的價格均為截至 2018 年 10 月 31 日的價格。



美國

Ben Graham(特許金融分析師)-明尼阿波利斯

- **投資者應該對 10 月份感滿意**，因為標普 500 指數的跌幅為 **6.9%**，是繼指數於 2011 年 9 月下跌 7.2% 以來最差的曆月表現。公平點來說，**本年 1 月及 2 月從見頂至見底的跌幅是 10.2%**，現時的跌幅是 9.9%。
- 以近期的交易時段而言，**美股**於 10 月 29 日在同日見底之後一直反彈至月底。**納斯達克指數截至月底上升超過 3.6%**，在今個調整期表現最差的美國主要指數小型股羅素 2000 則**上升 2.3%**。反彈幅度最大的是金融、材料及通訊服務板塊。**類債券近日面對阻力**，原因是在 10 月份最後交易時段出現畏懼風險情緒。儘管股市在月底反彈，**多隻股票依然處於調整水平**。事實上，標普 500 企業之中有 70% 較其 52 週高位低超過 10%，39% 全面進入調整水平，較其 52 週高位低超過 20%，令人意外。
- 從利率角度來看，**收益率曲線較股市造好**。儘管股票下跌，在調整期內美國 2 年期和 10 年期國庫券的差距有大部分時間企穩於 25 個基點，股市近日反彈時收益率差距拉闊至 29 個基點。
- 最近發表的經濟數據顯示**美國經濟持續堅挺支持金融市場**。第三季國內生產總值為按季年化 3.5%，高過市場普遍預期的 3.3%，ISM 製造業採購經理指數為 57.7，雖然不符市場普遍預期，但是讀數高企顯示**經濟擴張**。



加拿大

Arete Zafiriou 及 Carolyn Schroeder - 多倫多

- **加拿大大型銀行匯報的第三季業績強勁**，大部分的每股盈利率高過市場普遍預期。展望未來，加拿大皇家銀行資本市場預期加拿大的銀行在 **2019 年至 2020 年增長放緩**。加拿大皇家銀行資本市場預測期間的平均股本回報大約是 16%，並預期在 2019/2020 年度每股盈利會放緩至大約 5%(2017 年的每股盈利增長為 11%)。在其他因素之中，放緩反映加拿大皇家銀行資本市場的預期，即加拿大消費者

超過 70% 的公司較本身的 52 週高位低 10% 有多
標普 500 指數

跟 52 週最高的差距	公司數目	標普 500 公司佔比
少於 5%	55	11.0%
>5% 及 <10%	94	18.7%
>10% 及 <15%	78	15.5%
>15% 及 <20%	80	15.9%
>20% 及 <25%	62	12.4%
>25% 及 <30%	54	10.8%
多於 30%	79	15.7%

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、FactSet；數據截至 2018 年 10 月 31 日

貸款增長因消費者負債上升、國內生產總值增長放緩及利息上升而下降。

- 由於銀行在加拿大市場佔比很高，故對加拿大市場表現和盈利趨向有很大影響。**六大銀行在標普 / 多倫多綜合指數佔比大約 23.6%**。比重略低於 2008 年初高峰期的 24%，但高過 2008 年底的低位 15%。根據加拿大皇家銀行資本市場，中期及長遠而言加拿大的銀行將**為持股者帶來強勁的總回報(包括股息)**，回報在過去三年以按年平均複合增長率 12% 增長，在過去五年及過去 10 年的幅率分別為 10% 及 13%。
- 加拿大皇家銀行資本市場認為，**較諸以前加拿大的銀行現時各不相同** - 業務組合不相同、業務線內的表現亦可能大大不同且收益的地理來源亦在轉變。六大銀行的**市盈率一般頗狹窄**，最高價值與最低價值銀行的差距一般是 2 至 3 個市盈率倍數點左右。雖然市盈率是最常用的銀行估值方法，但加拿大皇家銀行資本市場認為不應忽略市賬率，因為當盈利前景不明朗時市賬率的重要性會增加。



歐洲

Frédérique Carrier 及 Thomas McGarrity(特許金融分析師)-倫敦

- **英國預算案誠如預期沒有意料之外的內容**。財政大臣提出兩項備受討論的措施是**對數碼服務徵稅 2% 及開徵新的塑膠稅**。**前者**是旨在確保繳納的稅款能反映公司從英國資產衍生

的價值。措施是**針對在英國營運但納稅不高的大型美國科技公司**和商戶對商戶數碼活動，例如網上廣告。分析員認為取消雙重納稅會令英國的網上零售商受惠。

- 有關**塑膠稅**的資料不多，但可能**影響塑料用量大的公司，例如消費品公司（聯合利華及達能）**及一部分包裝公司。我們認為採用可持續包裝的公司應該會受惠。
- 德國總理默克爾即將卸任基督教民主聯盟主席，市場參與者廣泛討論**德國政局的轉變**。現時德國政府有更大可能在未兩年內更替。屆時將結束由同一政治人物長期執政達 13 年的時代。不過，**我們不預期本土政策**（德國的預算盈餘為國內生產總值的 1%）**或國際政策**（特別是關乎英國脫歐方面）**會有重大變動**。
- **預期會匯報的 55% STOXX 歐洲 600 公司已經公佈第三季業績**。至今有 52% 公司的每股盈利超乎預測，大致上跟歷史中位數吻合但整體每股盈利增長為按年 10%，較市場普遍預期高 1%。**能源板塊**的每股盈利增長為按年 59%，**大幅推高**整體增長數字。不包括能源板塊在內，STOXX 歐洲 600 指數的每股盈利增長為 4%，幅度略低。
- 令人安心的是**收益增長依然相對健康**，為按年 6%。受惠於能源板塊，**11 個板塊之中有 8 個錄得正銷售增長**，不包括能源板塊在內的總銷售增長是按年 3%。在 STOXX 歐洲 600 指數佔比分別約 20% 及 13% 的金融和日常消費品板塊錄得按年 -1% 及 -4% 的銷售增長。歐洲的低息環境繼續影響銀行的整體收入增長。新興市場是不少日常消費品公司的重大銷售收益來源，新興市場貨幣波動在第三季影響日常消費品板塊。



亞太地區

Jay Roberts (特許金融分析師) – 香港

- **MSCI 亞太指數（所有國家）在 10 月的表現是今年最差**，而且已經進入熊市。按年初至今來說，指數從 1 月的高位下跌 22%，但在本週後段反彈。亞洲股市的跌勢始於中國股市，但應該按亞洲股市在 2017 年的勁升來衡量。指數現已返回 2017 年 4 月的水平。

多項歐洲指數在 2018 年的回報



數據來源 – 加拿大皇家銀行財富管理、彭博；數據截至 2018 年 10 月 31 日

- **日本股市蒸發了 9 月的不俗升幅。TOPIX 指數在 10 月下跌 10.2%**。該指數在 2018 年的 10 個月內有 6 個月下跌，當中以 10 月的跌幅最大。**上證綜合指數**在六個不同的月份亦表現**欠佳**。不過，亞洲最大的交易所之中以**恒生指數的按月跌幅最大**，本年的 10 個月內有 8 個月下跌。
- 在上週的《[全球透視週刊](#)》(第 6 至 7 頁)，我們討論了某些在 2018 年大致上不受影響的**股票的估值**如何隨著跌幅龐大而**開始重新發揮作用**。當中包括日本股市，我們近期將日股持倉上調至偏高比重。
- 南韓電子巨擘**三星電子 (005930 KS)** 因記憶晶片業務強勁而**盈利稍微超乎預期**，達 13 萬億 (114 億美元)，公司的股價上升。三星股價在 2017 年特別強勁，但今年頗疲弱。
- 歐洲及香港的最大銀行**匯豐 (5 HK)** 公佈的**業績優於預期**。貸款增長跟毛利一同改善，而且匯豐恰當控制成本。匯豐股價跌至較 1 月的高位低接近 30% 後，現時強力反彈。
- **大型中國銀行公佈的盈利亦屬合理**，業績反映貸款增長溫和及信貸質素合理。自美國於 5 月開始開徵關稅後，此板塊已大幅調整。**中國銀行 (3988 HK)** 宣佈會融資人民幣 1,200 億 (**170 億美元**)。融資會透過出售優先股進行，目的是改善資本狀況以配合將於 2019 年生效的更嚴格全球資本標準。



市場行情

數據截至 2018 年 11 月 1 日

股票 (本地貨幣)	水平	本月至今	年初至今	1 年	2 年
標普 500 指數	2,740.37	1.1%	2.5%	6.2%	29.8%
道瓊斯工業平均指數 (DJIA)	25,380.74	1.1%	2.7%	8.3%	40.7%
納斯達克指數	7,434.06	1.8%	7.7%	10.7%	44.3%
羅素 2000 指數	1,544.98	2.2%	0.6%	3.5%	31.2%
標普 / 多倫多綜合指數	15,150.15	0.8%	-6.5%	-5.5%	2.5%
富時全股指數	3,907.10	0.1%	-7.5%	-5.2%	4.2%
STOXX 歐洲 600 指數	363.08	0.4%	-6.7%	-8.5%	8.3%
歐洲 STOXX 50 指數	3,204.21	0.2%	-8.6%	-13.3%	6.0%
恒生指數	25,416.00	1.7%	-15.1%	-11.1%	9.8%
上證綜合指數	2,606.24	0.1%	-21.2%	-23.3%	-16.5%
日經 225 指數	21,687.65	-1.1%	-4.7%	-3.3%	24.3%
印度 Sensex 指數	34,431.97	0.0%	1.1%	2.5%	23.5%
新加坡海峽時報指數	3,060.85	1.4%	-10.1%	-9.8%	8.8%
巴西 Ibovespa 指數	88,419.05	1.1%	15.7%	19.8%	39.6%
墨西哥 Bolsa IPC 指數	45,446.83	3.4%	-7.9%	-6.0%	-3.9%
大宗商品 (美元)	價格	本月至今	年初至今	1 年	2 年
黃金 (現貨美元 / 安士)	1,233.27	1.5%	-5.4%	-3.2%	-4.3%
銀 (現貨美元 / 安士)	14.73	3.4%	-13.0%	-14.1%	-19.8%
銅 (美元 / 公噸)	6,036.50	0.0%	-16.2%	-12.5%	23.0%
原油 (WTI 現貨 / 桶)	63.69	-2.5%	5.4%	17.3%	36.5%
原油 (布倫特現貨 / 桶)	72.74	-3.6%	8.8%	20.3%	51.1%
天然氣 (美元 / mmBtu)	3.25	-0.5%	9.9%	12.2%	11.9%

政府債券 (基點變動)	收益率	本月至今	年初至今	1 年	2 年
美國 10 年期國庫券	3.130%	-1.3	72.5	75.8	130.3
加拿大 10 年期	2.481%	-1.3	43.6	50.8	127.3
英國 10 年期	1.455%	1.8	26.5	11.2	17.4
德國 10 年期	0.399%	1.4	-2.8	2.6	22.0
固定收益 (回報)	收益率	本月至今	年初至今	1 年	2 年
美國綜合債券	3.59%	0.0%	-2.4%	-2.0%	-1.2%
美國投級別公司債券	4.28%	0.0%	-3.8%	-3.0%	0.3%
美國高收益公司債券	6.86%	0.0%	0.9%	0.9%	10.5%
貨幣	匯率	本月至今	年初至今	1 年	2 年
美元指數	96.2970	-0.9%	4.5%	1.6%	-1.4%
加元兌美元	0.7637	0.5%	-4.0%	-1.7%	2.2%
美元兌加元	1.3094	-0.5%	4.2%	1.8%	-2.2%
歐元兌美元	1.1409	0.9%	-5.0%	-1.8%	3.2%
英鎊兌美元	1.3005	1.9%	-3.8%	-1.8%	6.2%
澳元兌美元	0.7203	1.8%	-7.8%	-6.2%	-5.9%
美元兌日圓	112.6600	-0.2%	0.0%	-1.3%	8.2%
歐元兌日圓	128.5300	0.6%	-5.0%	-3.1%	11.6%
歐元兌英鎊	0.8773	-1.0%	-1.2%	0.0%	-2.8%
歐元兌瑞士法郎	1.1436	0.2%	-2.3%	-1.9%	6.1%
美元兌新加坡元	1.3765	-0.7%	3.0%	1.1%	-0.9%
美元兌人民幣	6.9233	-0.8%	6.4%	4.9%	2.3%
美元兌墨西哥披索	20.1344	-1.0%	2.4%	5.6%	4.9%
美元兌巴西雷亞爾	3.7016	-0.6%	11.7%	13.3%	14.5%

數據來源 — 彭博。註：除巴西 Ibovespa 指數外，股票回報不包括股息。債券收益率以本地貨幣計算。銅指數數據和美國固定收益回報截至週三收市。美元指數以美元兌六種主要貨幣計算。貨幣匯率反映市場慣例 (加元兌美元除外)。貨幣回報以每對的首個貨幣計算。數據截止於格林威治標準時間 2018 年 11 月 1 日晚間 8 時 35 分。

如何註釋貨幣數據：加元兌美元 0.76 表示 1 加元可買入 0.76 美元。加元兌美元 -4.0% 回報表示加元兌美元年初至今下跌 4.0%。美元兌日圓 112.66 表示 1 美元可買入 112.66 日圓。美元兌日圓 0% 回報表示美元兌日圓年初至今趨平。

作者

Laura Cooper – 英國倫敦

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

Joseph Wu, CFA – 加拿大多倫多

joseph.wu@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Ben Graham, CFA – 美國明尼阿波利斯

benjamin.graham@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Arete Zafiriou – 加拿大多倫多

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

Carolyn Schroeder – 加拿大多倫多

carolyn.schroeder@rbc.com; RBC Dominion Securities Inc.

Frédérique Carrier – 英國倫敦

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

Thomas McGarrity, CFA – 英國倫敦

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

Jay Roberts, CFA – 中國香港

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

披露事項及免責聲明

分析師認證

本報告中表達的所有觀點準確地反映相關分析師對任何和所有標的證券或證券發行者的個人觀點。此處所列相關分析師的任何補償均不會直接或間接地與該相關分析師在本報告中提出的具體建議或觀點相關。

重要資訊披露

在美國，加皇財富管理以加拿大皇家銀行資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，加皇財富管理包括但不限於加皇多美年證券有限公司，其為加拿大皇家銀行資本市場有限公司的海外聯屬公司。本報告由加拿大皇家銀行財富管理編製，其為加拿大皇家銀行間接管理的全資子公司，也是加拿大皇家銀行的相關發行人。

非美國分析員披露：加拿大皇家銀行美國財富管理的海外聯屬公司加拿大皇家銀行多美年證券公司的僱員 Carolyn Schroeder, Arete Zafiriou 及 Joseph Wu，以及加拿大皇家銀行美國財富管理的海外聯屬公司加拿大皇家銀行投資管理（英國）有限公司的僱員 Frédérique Carrier, Laura Cooper 及 Thomas McGarrity，以及加拿大皇家銀行投資服務（亞洲）有限公司的僱員 Jay Roberts 曾參與本出版物的編製。上述個人未在美國金融業監管機構（FINRA）作為研究分析師註冊，亦不具有美國金融業監管機構研究分析師的資格；因為他們並非加拿大皇家銀行財富管理公司的相關人員，他們可能不受美國金融業監管機構第 2241 條規定的制約，此類規定制約與相關公司的通訊、在公眾場所出現以及對研究分析師持有帳戶的股票進行交易。

如果是摘要報告（包括六家或更多家公司），加拿大皇家銀行財富管理公司可能會選擇提供重要的資訊披露以作為參考。如需瞭解當前資訊披露，客戶應當參考網站 <http://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，查閱有關加拿大皇家銀行財富管理公司及其附屬公司的資訊披露。此類資訊亦可應請求從以下位址向加拿大皇家銀行財富管理公司出版社索取：RBC Wealth Management Publishing, 60 South Sixth St, Minneapolis, MN 55402。

建議歷史圖表中的建議名單推薦可能包括一份或多份建議名單或加拿大皇家銀行財富管理公司或一家附屬公司的模型資產組合。加皇財富管理的推薦名單包括指導性投資組合：優質收入（RL 6）、指導性投資組合：股息增長（RL 8）、指導性投資組合：美國預託證券（RL 10）、指導性投資組合：全資本增長（RL12）及前名單，即指導性投資組合：大型股（RL 7）、指導性投資組合：中型股 111（RL 9）及指導性投資組合：環球股票（美國）（RL 11）。加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司建議名單包括「策略重點名單」和「基本股票加權」（FEW）資產組合。縮寫「RL On」表示證券被列入建議名單的日期。縮寫「RL Off」表示證券從建議名單中日期。

評級分佈

就評級分佈而言，監管法規要求成員公司將評級確定為三種評級類型之一——購買、持有 / 中立或出售——無論公司自己有何種評級類型。儘管加拿大皇家銀行財富管理公司的「優選 / 優於大盤」、「與板塊持平」和「落後大盤」與「購買」、「持有 / 中立」和「出售」分別極為近似，但含義卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定（見下文）。

評級	計數	百分比	過去 12 個月 提供的投資銀行服務	
			計數	百分比
買入(優選和優於大盤)	859	54.33	251	29.22
持有(與板塊持平)	646	40.86	125	19.35
賣出(落後大盤)	76	4.81	5	6.58

加拿大皇家銀行資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師所說的「板塊」是分析師提供研究覆蓋範圍的公司組合。因此，為特定股票指定的評級僅代表分析師對該股票在今後十二個月內相對於分析師的板塊平均值表現的個人看法。儘管加拿大皇家銀行財富管理公司的「優選 / 優於大盤」、「與板塊持平」和「落後大盤」與「購買」、「持有 / 中立」和「出售」分別極為近似，但含義卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定（見下文）。

評級：

「優選」：代表分析師對該板塊的最佳看法；預期在今後十二個月提供顯著絕對回報，具有最有利的風險回報率。
「優於大盤」：預期在今後十二個月會大幅超過板塊平均值。

「與板塊持平」：預期在今後十二個月會與板塊平均值持平。
 「落後大盤」：預期在今後十二個月會大幅低於板塊平均值。

風險評級：

加拿大皇家銀行資本市場於 2013 年 3 月 31 日取消平均風險與高於平均風險評級。投機性風險評級反映證券的財務或營運可預測度較低、股份交易量流動性低、資產負債表杠杆程度高或營運歷史有限，致使財務及 / 獲股價波動性預期較高。

估值和與評級及目標價格的風險

當加拿大皇家銀行財富管理公司在研究報告中為一家公司評定價值時，美國金融業監管局 (FINRA) 規則和紐約證券交易所 (NYSE) 規則 (均納入「美國金融業監管局規則說明」) 要求對估值基礎和獲得估值障礙作出描述。在適當時，該資訊分別包括在「估值」和「評級及目標價格的風險」章節我們的研究說明中。

負責編寫該研究報告的分析師根據各種不同的因素接受補償，包括加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司及其附屬公司的總營業收入，其中部分營業收入來自加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司及其附屬公司的成員公司的投資理財活動。

其他資訊披露

在我們的全國研究資料提供者的協助下編寫。加拿大皇家銀行財富管理公司編寫了本報告，並對報告的內容和分發承擔全部責任。報告內容可能根據或至少部分根據我們的協力廠商通訊記者研究服務提供的資料。我們的協力廠商通訊記者已經給予加拿大皇家銀行財富管理公司將其研究報告用作來源資料的一般許可，但尚未審查或批准本報告，亦未收到報告發佈的通知。我們的協力廠商通訊記者可能不時在此處提及的證券中擔任長期或短期職務、進行證券交易和買賣。我們的協力廠商通訊記者可能不時在本報告中提及的任何公司提供投資理財或其他服務或向此類公司索取投資理財或其他業務。

加拿大皇家銀行財富管理公司努力作出所有合理的努力在海外法律管轄區當地時區同時向所有合格的客戶提供研究。在某些投資顧問帳戶中，加拿大皇家銀行財富管理公司將擔任我們的客戶的貨幣管理外包經理，並將在收到本報告時為這些帳戶對此處提及的證券開始交易。此類交易可能在您收到本報告之前或之後發生，並可能對進行交易的證券市價發生短期影響。加拿大皇家銀行財富管理公司的研究刊在我們的專有網站上，以確保符合資質條件的客戶按時收到初始評估報告以及評級、目標價格和觀點變化。其他分發檔可能由銷售人員通過電子郵件、傳真或普通郵件發送。客戶亦可能通過協力廠商供應商收到我們的研究報告。請與我們的加拿大皇家銀行財富管理公司財務顧問聯絡，瞭解有關加拿大皇家銀行財富管理公司研究的進一步詳情。

衝突披露：加拿大皇家銀行財富管理公司已經在證券交易委員會作為經紀人 / 經銷人和投資顧問註冊，提供經紀和投資諮詢服務。加拿大皇家銀行財富管理公司管理與投資研究相關的

利益衝突的政策刊載在我們的網站上 <http://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。與我們的投資諮詢業務相關的利益衝突，請參閱「企業 ADV 表」或「投資顧問集團資訊披露文件」。可應請求通過您的財務顧問提供任何此類檔的副本。我們保留隨時修改或增補此項政策、ADV 表第 II 部分或資訊披露檔的權利。

作者受僱於以下其中一間實體：加拿大皇家銀行美國財富管理公司— 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的分部，後者為證券經紀人 / 經銷人，其主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；加拿大皇家銀行多美年證券公司— 證券經紀人 / 經銷人，其主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行投資服務 (亞洲) 有限公司— 加拿大皇家銀行多美年證券公司的附屬公司，後者是證券經紀人 / 經銷人，其主要辦事處位於中國香港；加拿大皇家銀行投資管理 (英國) 有限公司— 一家投資管理公司，其主要辦事處位於英國倫敦。

研究資源

這份檔是由加拿大皇家銀行財富管理投資諮詢集團的全球投資諮詢委員會創作完成。加拿大皇家銀行財富管理投資諮詢集團給致力於從事個人有價證券企業投資顧問、財務顧問提供有關的資產配置和投資組合構建的支援。其投資諮詢委員會利用加拿大皇家銀行投資策略委員會開拓的廣闊市場前景，通過加拿大皇家銀行投資策略委員會、加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司和協力廠商資源提供其他策略和主題支援。

第三方免責聲明

全球行業分類標準 (「GICS」) 是由摩根士丹利資本國際公司 (「MSCI」) 及標準普爾金融服務有限公司 (「S&P」) 開發並獨家擁有的，加拿大皇家銀行已獲得發牌使用上述分類標準。MSCI、S&P 或任何參與製作或編撰任何 GICS 分類的其他方概不對相關標準或分類 (或使用相關標準或分類獲得之結果) 做出任何明示或暗示的保證或聲明，所有相關方特此明確卸棄所有涉及上述任何標準或分類的獨創性、準確性、完整性、適銷性或特定目的合適性方面的保證。在不限制前述任何規定的原則下，MSCI、S&P 及它們的任何關聯方或參與製作或編撰 GICS 分類的任何第三方，在任何情況下都不對任何直接、間接、特別、懲罰性、相應而生的或任何其他損害 (包括利潤損失) 承擔任何法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損害的情況下亦然。

本報告提及的“LIBOR”、“LIBOR 利率”、“L”或其它 LIBOR 縮寫是指由洲際交易所基準管理機構 (ICE Benchmark Administration) (或接管該利率的其他任何人) 管理的倫敦銀行同業拆借利率。

免責聲明

本報告中包含的資訊由加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司分部加拿大皇家銀行財富管理公司根據據信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、加拿大皇家銀行財富管理公司及其關聯公司或任何其他人對此類資訊的準確性、完整性或正確性不做任何明示或暗示表述或保證。報告中的所有觀點和推測為加拿大皇家銀行財富管理當天的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。以往我們所取得研究成績並不能保證未來的投資回報，亦無法避免原始資本可能遭受損失。加拿大各省、美國

各州和世界上大數國家均制定了監管可向自己的居民出售的證券和其他投資產品類型以及銷售程式的法律。因此，本報告中討論的證券可能沒有資格在某些司法管轄區銷售。在任何情況下，本報告都不能作為任何轄區的，任何不具備法律資格進行交易的個人或機構的投資分析建議，也不能作為法律、會計、稅務、個人投資的依據。本報告的任何內容不得作為法律、會計或稅務建議或是針對個人投資的建議。本材料供普通客戶閱讀使用（包括加拿大皇家銀行分支機構），並沒有考慮某個具體讀者的特殊情況和需要。其中的投資或服務未必適合您，如果您對投資分析或服務的適用性存有疑慮，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，「加拿大皇家銀行」或任何附屬機構，或任何其他人士，對於本報告所提供的資訊所導致的任何直接或者間接的投資盈虧後果不承擔任何責任。未經書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製和發佈。可應請求向我們索取其他資訊。

美國居民：本出版物已獲得加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司（紐約證券交易所(NYSE)、美國金融業監管局(FINRA)、證券投資者保護公司(SIPC)會員)的批准。加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司是在美國註冊的經紀人/經銷人，承擔本報告及其在美國分發的責任。「加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司」是「加拿大皇家銀行」間接管理的全資子公司，也是加拿大皇家銀行的相關發行人。對於任何收到本報告的美國人來說，如果您不是註冊經紀人/經銷人或經紀人或經銷人身份經營的銀行，而您希望獲得更多本報告所提到的證券資訊，或對本報告討論到的任何證券進行交易，應與加拿大皇家銀行資本市場有限公司聯絡並訂閱。國際投資涉及美國投資通常不會牽涉到的風險，包含匯率波動、國際稅賦、政治不穩定性與不同的會計標準等。

加拿大居民：本報告已獲得加拿大皇家銀行多美年證券公司的批准發行。加拿大皇家銀行多美年證券有限公司*與加拿大皇家銀行都是獨立的實體，但具有隸屬關係。*加拿大投資者保護基金組織會員。®加拿大皇家銀行註冊商標。經許可使用。加拿大皇家銀行財富管理是加拿大皇家銀行的註冊商標。經許可使用。

加拿大皇家銀行財富管理（不列顛群島）：本出版物由加拿大皇家銀行投資管理（英國）有限公司和加拿大皇家銀行投資方案(CI)有限公司發行。加拿大皇家銀行投資管理（英國）有限公司由金融行為監管局授權和監管

（參考編號：146504）。註冊地址：Riverbank House, 2 Swan Lane, London, EC4R 3BF, UK。加拿大皇家銀行投資方案(CI)有限公司在澤西島的投資業務由新澤西金融服務委員會監管。註冊地址：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銀行香港分行（受香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會的監管）和加皇投資服務（亞洲）有限公司（受證券及期貨事務監察委員會監管的公司）在香港發行向澳大利亞提供的金融服務：可根據適用法律在澳大利亞提供金融服務。加拿大皇家銀行香港分行依據加拿大皇家銀行的澳大利亞金融服務許可（“AFSL”）(編號 246521) 提供金融服務。

致新加坡居民：本出版物由加拿大皇家銀行新加坡分行在新加坡發行，該銀行系取得新加坡貨幣管理局境外銀行資格的註冊實體。本材料以進行一般性傳播為目的編制，並未考慮任何接收者的目標、財務狀況和需求。在購買任何產品之前，建議您諮詢財務顧問以獲取獨立的建議。若您未獲得獨立的建議，您應考慮該等產品是否適合您。過往業績不能說明未來表現。如果您有任何關於本出版物的問題，請聯繫加拿大皇家銀行新加坡分行。加拿大皇家銀行新加坡分行對本報告及其在新加坡的傳播負責。

版權所有 © 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司 2018 — 紐約證券交易所(NYSE) 成員 / 美國金融監管局(FINRA) 成員 / 美國證券投資者保護公司(SIPC) 成員

版權所有 © 加拿大皇家銀行多美年證券公司 2018 — 加拿大投資者保護基金組織(CIPF) 成員

版權所有 © 加拿大皇家銀行歐洲有限公司 2018

版權所有 © 加拿大皇家銀行 2018

版權所有

RBC1253

此中文披露事項及免責聲明為英文版本譯本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，應以英文版本為準。