

全球 透视

周刊



深度解读

中期选举：笃定方向

Kelly Bogdanova – 旧金山

由于2018年中期选举是这个年代的最大看点，人们很容易沉迷于政治余兴表演之中。但就确定投资议程而言，还有其它比华盛顿的戏剧性事件更加重要的事情，接下来我们探讨投资者的罗盘应该指向何方。

在美国举行大选以及当然还有在最近的中期选举前后，华盛顿都未免被描绘得过于强大。全世界的目光都聚集于此。人们很容易认为华盛顿在塑造美国股市走向的过程中扮演着至关重要的角色。

实际上，经济自然反复、企业盈利趋势和美联储政策发挥的作用更大。在这种情况下，私营企业和美国家庭的力量不应被低估，同时华盛顿的力量也不应被高估。国内经济仍是我们的北极星，我们预计此轮长期扩张至少还将持续到明年。

因此，众议院控制权将发生戏剧性变化的事实不会改变我们对美国市场和经济的看法。我们在选举前看好，现在也同样看好。

也许对市场影响最大的特朗普政府提案已经得到实施：减税。它们不会被废除，尽管为了对中产阶级实施所得税减免，总统为进行某些修改打开了大门。

即使股市并不听从华盛顿的指使，每次大选都有一些与市场表现相互交织的问题值得投资者考虑。接下来我们将讨论基础设施支出、处方药定价、贸易、众议院对特朗普总统的调查以及政府关门和债务上限之争的风险。

股市通常是中期选举的赢家

我们认为选举结果更多的是僵局，而非彻底改变政策。通常情况下股市欢迎僵局，也就是所谓的分裂政府或分治政府。

加拿大皇家银行全球资产管理的一项研究发现，在过去五例国会分裂当中，标普500指数有四次的表现出色，平均上涨15.6%，而所有期间的平均涨幅则为7.7%。国会分裂并不像人们想象的那么普遍。这只不过是1951年以来的第六例。

在我们跟踪的季节性股市周期中，历史上中期选举前后的表现最为强劲。自1934年以来的21次中期选举中，标普500指数在选举次年平均上涨15.7%，而在此期间所有年份的平均涨幅为8.2%。

市场脉搏

- 4 中期选举后美股表现强劲
- 4 加拿大网购趋势面面观
- 5 英国和欧洲四季度经济数据开局疲软
- 5 尽管出现压力释放后的反弹，亚股估值仍处于低位

点击[这里](#)获取作者联系方式。

以2018年11月8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。



财富管理

有什么共同点？

对于即将召开的国会会议，考虑到政治和政策现实，妥协的机会似乎微乎其微。基础设施和医疗保健是潜在的合作领域，但通过立法的道路似乎很狭窄。

就基础设施而言，几乎所有人都认为有必要替换老化的建筑，并重新兴建类似于许多其它国家现有的创新建筑。但在如何实现这一目标的问题上存在着根本性的理念分歧。

共和党人寻求建立基础设施“银行”，以一小部分联邦资金作为启动资金，在很大程度上吸引杠杆化的私人部门基金。相反，民主党人则寻求通过发行 30 年期债券来为基础设施支出提供资金，目的是通过增加联邦和燃油税并将后者与通胀挂钩来抵消这些支出。这种结构的最终目标是避免增加国家债务。

也许双方最终会找到一个妥协点，但在这之前，很可能需要大量的互让和善意。

凯萨家庭基金会 (Kaiser Family Foundation) 认为绝大多数选民关心的一个问题是高价药品。民主党关于药品价格改革的一些提议与特朗普总统在总统竞选期间以及之后不久发表的声明之间存在一些共识。

我们认为，这一问题的不确定性大于在中期选举后立即上涨的医药股表现。我们不相信它们将会逃脱新的定价机制，或者至少是关于定价机制的辩论。

贸易现状

贸易政策在很大程度上属于特朗普政府的职权范围，因此众议院控制权的变化对整体关税或中美争端的影响不大。

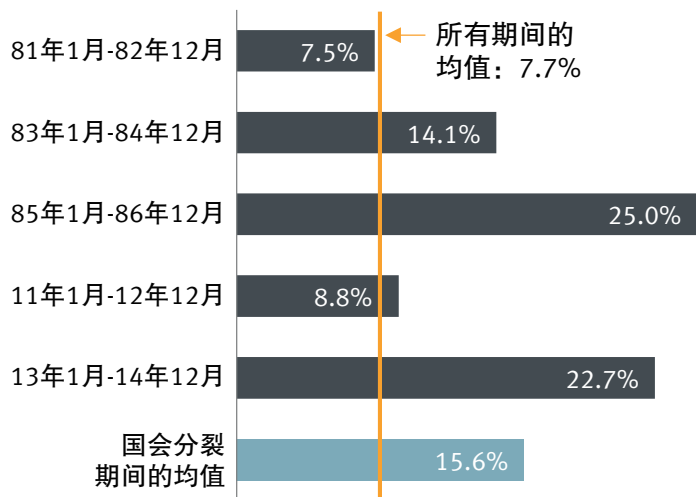
一旦达成贸易协定，国会就会发挥作用。由于两党均支持区域贸易和绝大多数州将从中受益，我们认为新修订的北美贸易协定（又称 USMCA）最终将在新一届国会获得通过。但民主党人也许会推动在立法方面做出让步，从而履行贸易协定。

调查对政治的影响大于对经济的影响

如果开始启动监督听证会和调查，众议院民主党人和特朗普总统之间也许会面临多次摊牌。

很可能在权力很大的委员会中担任领导角色的众议院资深议员此前曾暗示，听证会和调查将在多个领域展开，从行政机构

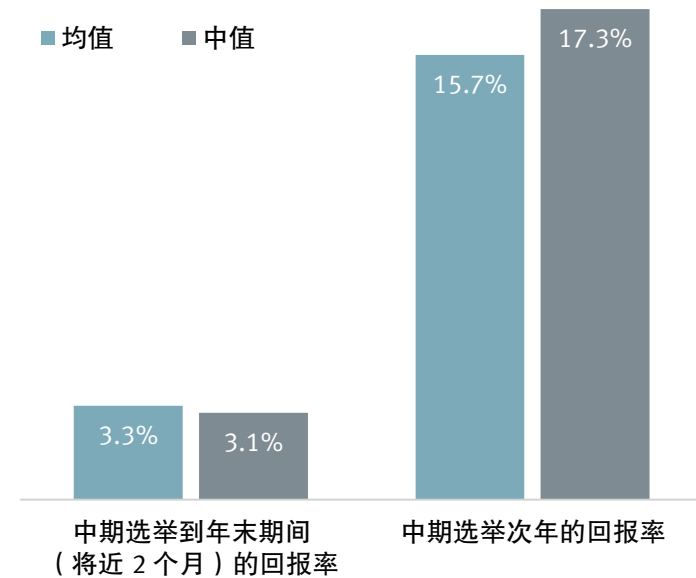
国会分裂期间的标普 500 指数年度回报



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；1951 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 31 日的的数据反映标普 500 指数股价回报率（不含股息）。

中期选举后的历史表现强劲

中期选举后的标普 500 指数回报率 (1934 年 - 2015 年)



注：所有研究年份的平均年度回报率为 8.2%
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

违规指控到特朗普总统的纳税申报单和 2016 年大选相关事件，等等。委员会领导人有着极大的传唤权。目前尚不清楚这位很快将成为众议院议长的人是会小心翼翼、还是咄咄逼人地触及这些领域，或是介于两者之间。

这可能导致股市持续波动，不过我们怀疑它将对经济增长势头产生太大影响（如果有的话），除非有一些尚未为人所知的严重问题浮出水面。

财政鲁莽

由于两党在预算和支出的优先顺序方面存在显著分歧，我们认为分裂的政府增加了债务上限之争和 / 或政府关门的风险。

政府关门只是暂时性事件。在过去，市场通常会经历短暂的回调，然后恢复之前的走势。根据加拿大皇家银行资本市场的资料，在最近几次的政府关门事件中，政府全面恢复运作之后几乎没有产生任何明显的经济影响。

目前的跛脚国会需要在 12 月 7 日之前通过一项至少是暂时性的法案来资助政府，否则许多职能部门将被关闭。在此轮融资期限结束后，新一届国会需要处理可能会在 2019 年春季确定的另一项融资期限。

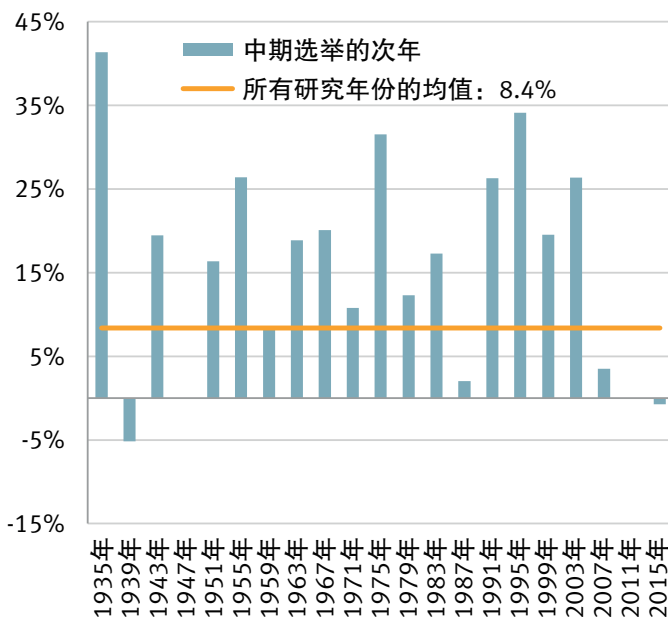
我们认为，由于赌注如此之高，完全不同的另一个问题债务上限之争也只会如此而已。两党的关键人物此前都说过同样的话。对于一个自称领导世界的国家来说，债务违约并不是一个切实可行的选择。当选官员有着提高债务上限的巨大动力，尽管实现这一目标也许是一个痛苦的过程。必须在 3 月初提高的债务上限将在 2019 年一季度再次成为问题。

把持方向

从投资组合的角度来看，相比聚焦华盛顿，更重要的任务是要让指南针始终指向北极星，即国内经济。只要主要前瞻性指标继续发出能够持续增长的信号，这些公共政策和政治问题就是可控的。在我们看来，经济、企业盈利和美联储将决定这个周期的后期阶段。

多数年份中期选举后的表现均远超平均水平

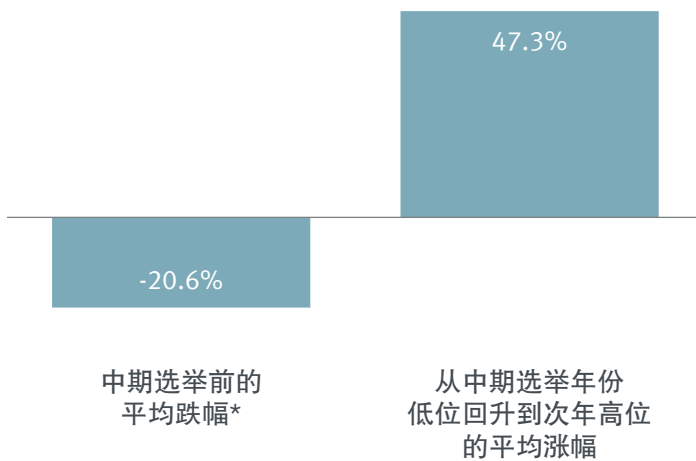
中期选举次年的标普 500 年度回报率 (1935 年 - 2015 年)



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

中期选举年份股市多见修正并随后回升

中期选举前后的标普 500 指数回报率 (1934 年 - 2015 年)



* 计算的是中期选举年份中的年中低位与此前 12 个月内的高位之间的落差
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；21 个中期选举年份前后涨跌幅



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **中期选举的不利影响得以消除推动**最近几天股市出现**压力释放后的反弹**。选举如期结束，民主党控制众议院，共和党掌控参议院，股市上涨了多个百分点。自选举的前一天以来，标普 500 指数上涨了 3.1%，道琼斯工业平均指数则攀升 3.6%。小型股和纳斯达克指数的涨幅均超过 2.0%。
- 由于民主党未能在选举中大获全胜并赢得国会两院的多数席位，就板块来看，**医疗保健板块在压力释放后的交易中表现最为强劲**，涨幅超过 4.9%。由于美国主导的对伊朗制裁迅速恢复，能源股成为本周美国股市表现次佳的板块。加拿大皇家银行资本市场的大宗商品策略师认为欧佩克和非欧佩克成员国难以完全弥补伊朗减少的石油产量，而这可能对美国企业有利。通讯服务仍是本周表现最为糟糕的板块，同时也证实了压力释放后交易的广度，该板块已攀升逾 1.2%。
- 美联储在 11 月 8 日周四基本上平淡无奇的会议上发表的声明当中有两点引人注目：经济持续走强，且对近期股市抛售未加评论。这两个概念都对加息支持者有利。不过，市场和美联储预计 2018 年 12 月还将加息一次，2019 年将有鹰派人士加入投票集团。**这些鹰派人士可能会继续利用失业率下降的机会主张进一步加息，而“中立派”和鸽派则会利用经济和盈利放缓的背景予以反驳。**美联储的官方立场仍是在 2018 年 12 月加息后，2019 年将再加息三次，我们则认为我们的经济和市场正适度减速，这将使得 2019 年最多加息两次。



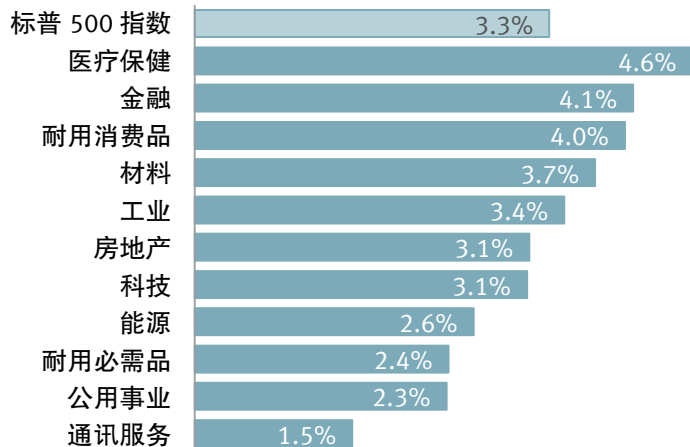
加拿大

Carolyn Schroeder 和 Richard Tan (CFA) – 多伦多

- 加拿大皇家银行资本市场对大约 1200 名加拿大人的**电子商务购物习惯进行了调查**。结果显示 **56% 的受访者每周至少访问一次零售网站**，19% 的受访者每周至少网购一次。年轻的受访者、尤其是生活在大城市的人更愿意在网上购物。相

压力释放后交易：中期选举后股市随即表现强劲

始于 11 月 5 日的一周标普 500 指数板块回报



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2018 年 11 月 8 日格林尼治时间下午 5:20

比 18-24 岁的人群，25-34 岁的人群往往在电子商务中更加活跃。加拿大皇家银行资本市场将此归因于前者可能可支配收入更高以及家人更多。有趣的是，**在访问电子商务网站的频率和在线购物的频率方面，男性和女性并无实质性的差异。**加拿大的电子商务普及率落后于美国和英国，不过加拿大皇家银行资本市场认为随着年轻一代年龄的增长，接受度会越来越高。

- 食品杂货网购近来备受关注，但在加拿大杂货销售总额中的占比仍相对较小。加拿大皇家银行资本市场认为，由于大部分受访者（约 68%）在挑选自己的产品和食品时表现出强烈的偏好，**国内食品杂货商仍是最不受电子商务趋势影响的零售商之一。**此外，根据调查，产品的可用性、成本和 / 或交付速度并不是加拿大消费者网购接受率低的关键因素。加拿大皇家银行资本市场估计在线食品杂货支出总额约为每年 20 亿加元，仅占加拿大约 1000 亿加元食品杂货市场的 2%。不过，加拿大皇家银行资本市场预计未来几年市场会翻番，达近 40 亿加元。**尽管市场渗透率较低，加拿大主要食品杂货商一直投资这一新兴渠道**，因为电子商务不仅是一种威胁，也是一种机遇，尽管它会带来短期成本和执行风险。

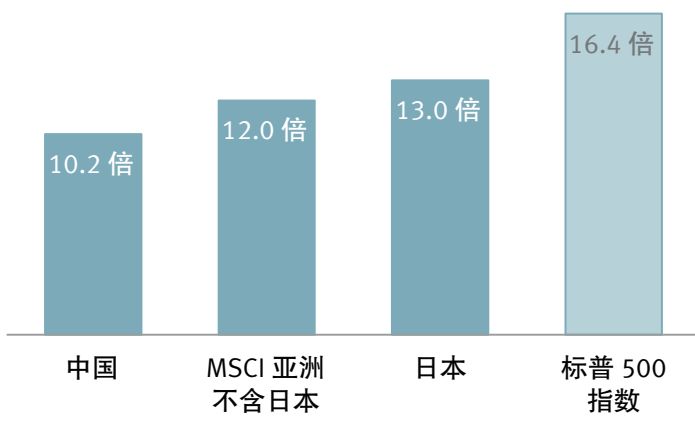


欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **更多经济数据显示四季度英国和欧洲经济开局疲软。**在英国，10月份服务业采购经理人指数 (PMI) 由 53.9 大幅降至 52.2，证实了制造业的趋势。由于英国脱欧和全球整体环境造成的商业不确定性打压市场信心，英国综合 PMI 由 54.1 降至 52.1。英国脱欧谈判结果清晰化也许有助于改善市场情绪。
- **10月意大利成为欧元区首个综合 PMI 跌破 50 的国家，表明四季度意大利 GDP 或将出现收缩。**制造业和服务业均受到该国政治不确定性的影响。其它国家的数据要好一些，10月西班牙服务业 PMI 由 52.5 大幅回升至 54，表明西班牙国内经济活动疲软期也许已经结束。9月德国工业产值增长 0.2%，略高于普遍预期。欧盟委员会发布了 2019 年欧元区 GDP 增长率 1.9%(之前为 2.0%) 的修正预测。加拿大皇家银行资本市场的经济学家认为未免有点乐观，当前他们预计明年经济将增长 1.7%。
- 随着财报季接近尾声，**一个值得注意的泛欧趋势是非必需消费品行业令人失望，近 60% 的企业不及三季度普遍预期。**业绩不及预期和令人失望的指引已蔓延至各个细分行业，

尽管出现压力释放后的反弹，亚股估值仍处于低位



中国被定义为上证综指，日本则为东证指数
资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2018 年 11 月 7 日

包括汽车 (受到欧洲排放检测更加严格、中国销售额下滑的影响)、媒体 (电视广告疲软)、零售 (销售增长疲软) 以及旅游和休闲 (工资上涨对利润率构成压力)。我们认为对投资者来说，重要的是关注在非必需消费品领域拥有领先地位和强大品牌的公司。



亚太地区

Jay Roberts(CFA) – 香港

- 在经历了痛苦的 10 月、年初至今股市表现最为糟糕的一个月之后，11月初亚洲股市出现反弹。**MSCI 亚太指数由 10 月 29 日的低点上涨了 5%。**韩国和印度等一些股市的走势尤为强劲。人民币兑美元汇率走高，日元则走弱。
- **亚洲股市对美国中期选举结果反应积极。**实际上仍在下跌**中国大陆是个例外。**我们认为选举结果**对于美国对中国的看法和战略没有太大影响。**在华盛顿，这是少数几个得到两党支持的问题之一。本月晚些时候举行的 20 国集团 (G20) 峰会上，特朗普总统和习近平主席也许会达成一些零碎的协议，比如推迟将于 1 月实施的下一轮关税或同意重新开启谈判，但我们认为仅此而已。
- 全球市值最大的汽车制造商**丰田汽车** (7203 JP) 表示，由于公司某些方面的预测乐观，**预计利润将维持在与去年类似的水平。**丰田也许是中美贸易争端的受益者。中国大陆是世界上最大的汽车市场，也是丰田的重要市场。
- 拥有独特的电信资产组合、并对阿里巴巴 (BABA) 和英伟达 (NVDA) 等科技公司投入巨资的**软银集团** (9984 JP) **公布的季度业绩远超预期。**这主要是由于该公司在印度的 OYO Rooms 和英伟达 (NVIDIA) 等科技领域的投资升值。软银的股价由于沙特阿拉伯事件最近一直疲软。沙特阿拉伯是软银愿景基金 (SoftBank Vision Fund) 的最大投资方，该基金是一只价值 1000 亿美元的科技投资基金。



市场行情

数据截至 2018 年 11 月 8 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	2,806.83	3.5%	5.0%	8.2%	31.2%
道琼斯工业平均指数	26,191.22	4.3%	6.0%	11.2%	42.9%
纳斯达克指数	7,530.89	3.1%	9.1%	10.9%	45.0%
罗素 2000 指数	1,578.21	4.4%	2.8%	6.5%	32.1%
标普 / 多伦多综合指数	15,357.47	2.2%	-5.3%	-4.6%	4.8%
富时全股指数	3,923.32	0.5%	-7.1%	-5.2%	5.6%
欧洲斯托克 600 指数	367.08	1.5%	-5.7%	-6.9%	9.6%
欧洲斯托克 50 指数	3,237.60	1.3%	-7.6%	-11.4%	7.1%
恒生指数	26,227.72	5.0%	-12.3%	-9.3%	14.5%
上证综指	2,635.63	1.3%	-20.3%	-22.8%	-16.3%
日经 225 指数	22,486.92	2.6%	-1.2%	-1.9%	31.0%
印度 Sensex 指数	35,237.68	2.3%	3.5%	6.1%	27.7%
新加坡海峡时报指数	3,093.24	2.5%	-9.1%	-9.6%	9.7%
巴西 Ibovespa 指数	85,620.13	-2.1%	12.1%	15.1%	33.5%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	44,190.25	0.6%	-10.5%	-9.5%	-8.8%
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)	1,223.41	0.7%	-6.1%	-4.5%	-4.1%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.43	1.3%	-14.8%	-15.3%	-21.4%
铜 (美元 / 吨)	6,171.00	2.2%	-14.4%	-9.6%	18.2%
原油 (WTI 现货 / 桶)	60.67	-7.1%	0.4%	6.8%	34.9%
原油 (布伦特现货 / 桶)	70.77	-6.2%	5.8%	11.5%	53.7%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	3.56	9.1%	20.5%	12.1%	35.2%

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	3.239%	9.6	83.4	90.5	138.5
加拿大 10 年期债券	2.545%	5.1	50.0	62.5	127.2
英国 10 年期	1.565%	12.8	37.5	34.0	32.8
德国 10 年期债券	0.457%	7.2	3.0	13.1	26.9
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	3.64%	-0.1%	-2.5%	-2.4%	-1.1%
美国投资级企业债券	4.29%	0.2%	-3.6%	-3.0%	0.7%
美国高收益企业债券	6.71%	0.6%	1.6%	2.0%	11.1%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	96.6590	-0.5%	4.9%	1.9%	-1.2%
加元 / 美元	0.7604	0.1%	-4.4%	-3.2%	1.0%
美元 / 加元	1.3151	0.0%	4.6%	3.3%	-1.0%
欧元 / 美元	1.1365	0.5%	-5.3%	-2.0%	3.1%
英镑 / 美元	1.3063	2.3%	-3.3%	-0.4%	5.5%
澳元 / 美元	0.7258	2.6%	-7.1%	-5.5%	-6.5%
美元 / 日元	114.0600	1.0%	1.2%	0.2%	8.5%
欧元 / 日元	129.6400	1.5%	-4.2%	-1.8%	11.8%
欧元 / 英镑	0.8700	-1.8%	-2.0%	-1.6%	-2.3%
欧元 / 瑞郎	1.1434	0.2%	-2.3%	-1.4%	6.1%
美元 / 新加坡元	1.3756	-0.7%	3.0%	1.0%	-0.8%
美元 / 人民币	6.9345	-0.6%	6.6%	4.6%	2.2%
美元 / 墨西哥比索	20.1843	-0.8%	2.7%	5.8%	10.2%
美元 / 巴西雷亚尔	3.7608	1.0%	13.7%	15.7%	18.6%

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 11 月 8 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 -4.4%，表示年初至今加元兑美元下跌了 4.4%。美元 / 日元为 114.06，表示 1 美元可兑换 114.06 日元。美元兑日元回报为 1.2%，表示年初至今美元兑日元上涨 1.2%。

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.

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; 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

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 和 Richard Tan 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 是加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司的雇；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。