

全球 透视

周刊



深度解读

油市曙光乍现？

Laura Cooper – 伦敦

10月股市回调仍历历在目，油价大跌进一步刺激着本已绷紧的市场神经。但我们认为形势有利于油价从熊市反弹，我们仍看好油价前景。

原油价格迅速下跌令本已动荡不已的金融市场感到不安，投资者纷纷逃离能源股，拖累全球股市走低。在经历艰难的10月之后，11月迄今为止标普500指数仅上涨了0.7%，原因是科技股回调与能源股疲软狭路相逢。MSCI欧洲能源指数录得自2015年以来最为糟糕的季度表现，亚洲石油权重股纷纷下跌，令恒生指数和上证综指承压。

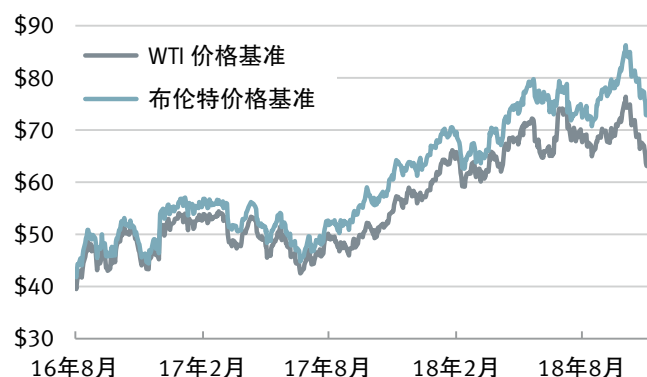
原油价格暴跌至熊市区间，美国基准西德克萨斯中质原油（WTI）由10月3日的四年高点下跌逾25%，创下史上最大的单日跌幅。同期国际基准价格布伦特原油录得相应跌幅，每桶下跌约20美元，触及4月以来的最低水平。

基本面担忧

全球经济增长放缓使得对石油需求走软的担忧日益加剧，再加上石油市场出现供应过剩迹象，导致基准油价暴跌。欧佩克及其盟国未在最近的一次会议上承诺限产使得抛售进一步加剧；WTI录得2014年以来最大单日跌幅，下跌7%，自2017年12月以来首次跌破55美元。这是5天来最大的跌幅之一，跌幅达21%，导致技术指标深度超卖，投资者情绪暴降至多年低点。

抛售程度似乎难以与能源市场基本面调和。加拿大皇家银行资本市场认为原油价格有望回升。

对原油市场失衡的担忧日益加剧导致油价暴跌
每桶原油价格



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15日

市场脉搏

- 3 加拿大债市萎靡不振
- 4 美国价值股比增长股更具吸引力
- 4 英国脱欧协议意味着什么
- 5 中国科技巨头经历令人失望的季度之后反弹

《全球透视周刊》下周暂停发行。下期出刊时间为：北美11月29日；欧洲和亚洲11月30日。

点击[这里](#)获取作者联系方式。

以2018年11月15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

从熊市中反弹

经济指标显示全球经济增长放缓，令投资者担心全球大宗商品需求可能会减弱。近期中国、日本和欧洲的数据均有所回落。

与此同时，有迹象表明，原油增产可能超过需求扩张，这加剧了价格压力。美国页岩油不断增产推动国内页岩油供应升至创纪录水平，近几个月全球其它产油大国沙特阿拉伯和俄罗斯也提高了产量，以弥补因美国重新实施制裁而可能从市场上撤出的伊朗石油。不过，特朗普政府最近决定对某些进口伊朗石油的国家给予临时制裁豁免，这加剧了市场对供应过剩的担忧。

有迹象显示主要产油国为了缓解油价而采取干预措施，这可能会限制原油价格进一步下跌。在原油下挫的情况下，一些欧佩克成员国表示愿意在 12 月 6 日会议召开前减少供应量。俄罗斯尚未表态，但一直表示重视与欧佩克合作稳定石油市场。

我们认为，由于原油市场平衡在很大程度上依赖于沙特阿拉伯，该国最近誓言“不惜一切代价”遏制油价下跌进一步表明油价将会回升。尽管特朗普政府不断加大压力要求维持目前较高的产量水平，从而确保价格保持在低位，但仍可能会保持这种坚定态度。

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) 继续看涨油价，他认为目前的市场基本面并不支持大幅回调。对伊朗的制裁最终可能会使得供应量实质性地减少，尤其是在临时豁免期满之际。与此同时，沙特阿拉伯也许会迅速关上石油生产的龙头，地缘政治紧张局势加剧有可能会限制市场失衡的程度。

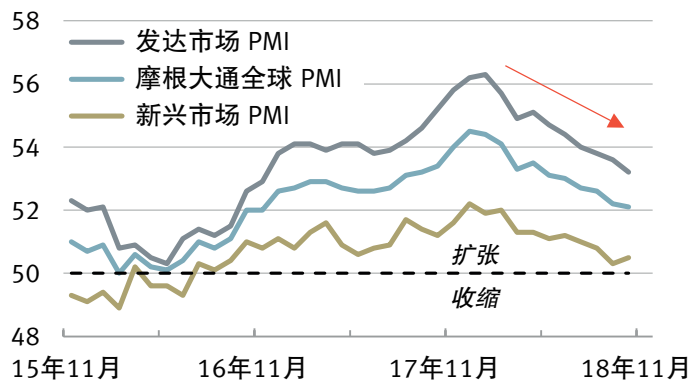
在需求方面，中国自 2010 年以来占全球石油消费增长的 35%，国内经济放缓正在抑制全球石油的需求前景。尽管如此，Tran 还是看到了中国需求的亮点，因为中国经济比以往任何时候都更加依赖汽油来驱动汽车，而这种需求是具有粘性的。此外，Tran 认为航空旅行激增是需求的一个关键组成部分，也是最不受重视的部分。最后，随着时间的推移，财政刺激措施的逐步传递效应有望支撑经济和原油需求。

前景依然看好

经过上个月的股市调整之后，原油价格下跌的速度刺激着本已脆弱的市场神经；但跟 2014 年年中时的情况相比，价格下滑

全球增长萎缩引发石油需求下降担忧日增

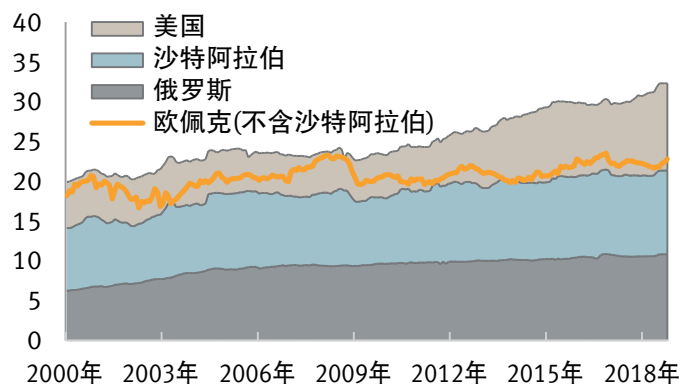
制造业采购经理人指数 (PMI)



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 31 日

全球最大产油国增产

百万桶 / 天



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美国能源部、彭博社；数据截至 2018 年 10 月 31 日

的幅度显得微不足道，当时的下跌导致标普 500 指数出现利润衰退。

如果说有什么不同的话，那就是近期石油市场的变化可能会对股市整体表现起到推动作用。值得注意的是，价格下跌减轻总体通胀压力也许会缓解人们对美联储需要大幅收紧政策的担忧。自油价调整以来，市场对未来加息的预期有所下降。

我们认为对大体健康的基本面的担忧有望逆转，从而告慰原油市场。加拿大皇家银行资本市场预计原油价格有望走高，其最新预测的 WTI 价格突破每桶 75 美元，布伦特原油价格则将在 2019 年底前升至每桶 85 美元。



加拿大债市萎靡不振：短期阵痛

Joseph Wu (CFA) – 多伦多

对于许多固定收益投资者来说，2018年是令人失望的一年，因为这是自1981年以来加拿大债券市场第四次出现下跌。尽管我们认为短期内债券的宏观环境也许仍充满挑战，我们看到短期优质债券存在充足的投资机会，投资者有理由谨慎配置资产类别。

认清事实

加拿大债券市场很少会出现负回报。自1981年以来，富时TMX加拿大环球债券指数 (FTSE TMX Canada Universe Bond Index) 的年回报率只有三次为负数 (见图表)。尽管年初迄今该指数仅下跌了约1%，但由于近40年来债券均带来可靠的正向回报，投资者的看法可能要糟糕得多。

下跌期间总是令人坐立不安，但最近债券价格疲软所带来未受到重视的一线希望是，当前收益率比一段时间以来的水平要高得多。较高的初始收益率具有双重影响。首先，它们意味着收益率有更大的下跌空间，以便为资产减值提供“缓冲”。这增加了债券在急剧规避风险时期为投资组合提供多样化投资的范围。其次，它们有助于提高长期回报预期，因为初始债券收益率水平与随后债券收益率之间存在很强的相关性。实际上，久期短于其投资期限的债券投资者有望从更高的利率中获益，因为这可能会使他们能够在整个期限内获得更高回报。

尽管有时债券的多元化属性需要经受考验 (比如在1994年)，图表中的阴影部分清晰表明长期而言债券仍是分散资产风险的有效工具，在多伦多证交所举步维艰之时，它确实起到了“减震器”的作用。

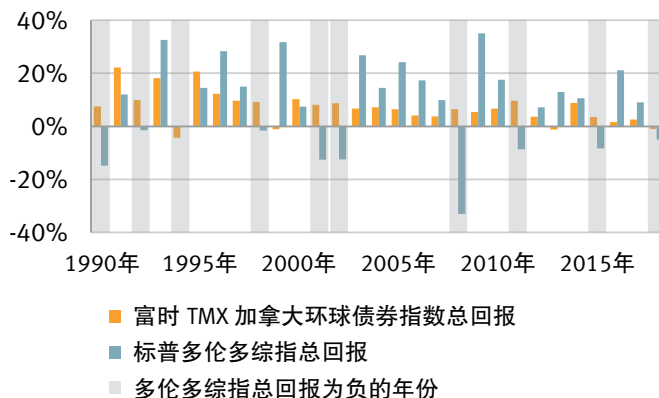
剧本

由于加拿大经济基础坚实，而且加拿大央行也正处于加息周期，我们认为12个月内的债券收益率的风险平衡倾向于上行。在这种背景之下，我们建议投资者在确定其债券投资组合时继续重点关注以下指引：

- **重点关注短期：**考虑到延长久期的回报微薄，我们认为关注短到中期 (即1-10年期) 仍是慎重选择。短期债券无论如何

年度回报及2018年迄今总回报

加拿大环球债券指数与多伦多综指



资料来源：彭博社；数据截至2018年10月31日

也不能免受利率上升的影响，但其回报的波动性往往较小，而息票支付和到期本金可以更加频繁、更迅速地再投资于当前收益率较高的债券。此外，预计央行还将三次加息25个基点，这已体现在加拿大短期政府债券收益率之中。

- **提高信用质量：**信贷息差较窄表明承担信贷风险的补偿微不足道，这意味着投资者不会因为提高质量而放弃太多收益。由于风险回报权衡对高评级债券有利，我们继续提倡投资者在其债券投资组合中提升质量 (比如高收益至投资级债券以及投资级至政府债券)。
- **发现折价债券：**与近年来许多债券的交易价格都高于面值截然不同 (即锁定本金损失，因为价格通常在到期日时接近面值)，过去24个月不断上升的利率环境导致一系列低于面值的债券交易机会增加 (即资本利得的潜力，因为价格通常在到期日时接近面值)。考虑到资本利得相对于利息收入的税率较低，对应税投资者来说这些折价债券也许尤其具有吸引力。

除非特别说明，文中价格均以2018年10月31日为准



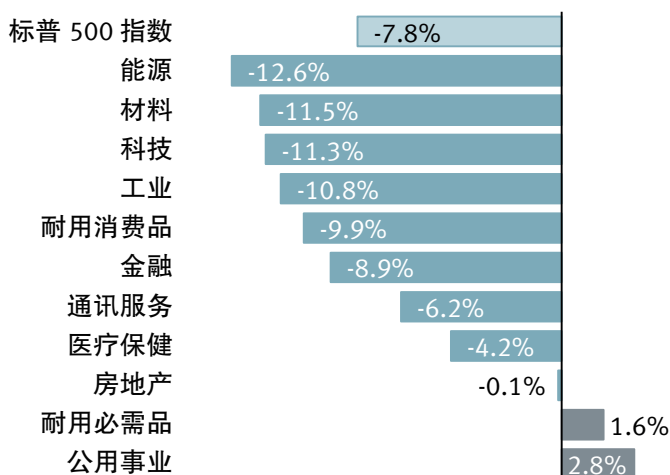
美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **美国股市普遍走低**，本周迄今多数主要股指的跌幅均在 3% 或以上。股市广泛下跌，其中非必需消费品、科技和医疗保健板块领跌。由于价值股相对于增长股而言越来越受欢迎，而近期抛售将今年迄今增长股的表现打回 2018 年 5 月的水平，此类股票表现不佳促成了这一趋势反转。换句话说，随着价值股开始领跑市场，**6-9 月增长股优于价值股的出色表现最近几周已逐步消失**。
- 在对 2018 年上半年标普 500 指数的几乎所有归因进行统计后得知，由 Facebook、苹果、亚马逊、Netflix、Alphabet(谷歌)和微软构成的 **FAANGM** 总体上已经**不再领跑市场**。这些公司构成**标普 500 指数前六个月回报率**的 94%。此后该综指的**平均等权重回报率为 -9.6%**，标普 500 指数则下跌了 0.6%。微软和苹果是仅有的两家股价高于 6 月 30 日收盘价的公司，Netflix 的表现最为糟糕，跌幅达 26.8%。这些股票年初的表现与现在的表现几乎完美地反映了当时市场的增长股和价值股趋势。
- **经济数据仍表明美国经济在消费健康的推动下持续扩张**。10 月零售销售强劲，按消费者价格指数衡量的通胀数据与预

自 9 月高点以来美国版块回报承压

2018 年 9 月 20 日以来标普 500 指数各版块的价格回报



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至 2018 年 11 月 14 日

期相符。在这种背景下，鉴于我们的指标显示未来 12 个月不会出现衰退，我们将继续选择相信股市持，并对美股**持股观望**。



加拿大

Diana Di Luca – 多伦多

- 根据 11 月 5 日**加拿大央行行长斯蒂芬·波洛茨**在对英国商会发表讲话时的言论，他认为**收益率上升和曲线趋平对加拿大经济来说并不特别令人担忧**。他表示“这些特征无论如何都不能说明经济前景黯淡你，相反，它们是正常化的可喜征兆。”又补充称“投资者不应再指望收益率会受到非常规货币政策的抑制。”这番讲话**延续了波洛茨近期的趋势**，他在加拿大央行的最新利率公告中发表隔夜拆借利率必须达到中性水平(估计为 2.5%-3.5%)的言论之后，正在按部就班地让加拿大人为未来更高的借贷成本做好准备。
- **当前市场预期加拿大央行将进一步上调利率三次(至 2.50%)**，这是 Poloz 预测的这个信贷周期的最终利率。加拿大皇家银行经济研究部发布了**最新的利率预测**，预计 2019 年和 2020 年将分别加息两次，到 2020 年二季度时的隔夜拆借利率将达 2.75%。由于市场仍未完全消化波洛茨所传递的信息，**我们认为收益率曲线长端的下行风险大于上行风险**。我们仍**主张在收益率曲线重新变陡之前继续维持短持有期**，直至出现将资金投入收益率较高领域的机会。预计下一次加息将在明年 1 月，12 月也有可能加息，尽管在我们看来可能性不大。
- **最近几周多伦多证交所优先股指数大幅下挫**，10 月跌幅为 3.2%，11 月迄今则下跌了 1.3%。股市避险情绪、信贷息差扩大以及更多交易所交易基金赎回似乎在很大程度上推动了此轮抛售。**抛售为优先股市场创造了一些价值**，不过我们倾向于通过与托管解决方案相对的单线产品进行积极管理。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **英国和欧盟的谈判代表就英国正式退出欧盟的退欧草案达成一致**。这是一个积极的进展，尽管当前约 20% 的“无协议

- (no deal)” 概率很可能不会下降，除非现任政府和议会明确支持该协议。
- **这份 585 页的文件包括：英国脱欧法案**（为欧盟和欧盟公民权利提供 390 亿英镑的备付金）；**2021 年之前维持现状的过渡计划**并可能一次性延长至一个待定日期；**未来贸易关系大纲**，包括货物和某些服务的自由贸易协定；以及通过将整个英国与欧盟保持在一个关税同盟中，直到达成另一种避免边界的贸易安排，确保英国与爱尔兰之间没有硬性边界的“**后备计划**”。
 - 英国内阁批准脱欧协议意味着可能会在 11 月 25 日召开一次欧盟特别峰会，以便欧盟签署该协议，此后英国议会将会进行投票表决。由于**该协议存在巨大争议，鉴于英国政府只拥有可怜的 13 个有效多数席位**，这是目前的一大障碍。强硬脱欧派对留在关税同盟恨之入骨，而许多亲欧洲的保守派人士则反对缩短英国与主要贸易伙伴的未来关系。
 - 因此，严峻的整体风险将会持续一段时间。**英国首相特蕾莎·梅可能面临不信任投票**。我们希望她能挺过这一关，基本上我们仍认为议会最终会批准这项协议。如果她未能幸免于难，局势将变得愈加复杂和不确定，因为这将引发对选举的担忧。除非《里斯本条约》第 50 条（英国就脱欧条件进行谈判的两年窗口期）延长，否则英国将在 2019 年 3 月 29 日退出欧盟，无论是否存在过渡期。
 - **就目前而言，我们预计受到这场闹剧较大冲击的是外汇市场**。如果协议顺利获得通过，鉴于目前估值较低，英国股市（尤其是国内业务较多的公司股票）可能会出现压力释放后的反弹。在此之前国内股票可能不会受到青睐，我们仍倾向于持有开展国际业务的公司股票。
 - 由于有消息称中国可能会在对美贸易上做出一系列让步，**中国股市有所上涨**。我们认为这个问题并无短期解决方案。我们认为有关贸易谈判的报道转移了可以说是**对中国经济面临的更重要问题，即金融去杠杆化的注意力**。由于这种抑制非标准渠道贷款过度增长的必要政策，中国信贷增长持续放缓。
 - **社会融资总量 (TSF)** 是用于描述中国信贷总量增长的术语。今年中国人民银行曾两度修订 TSF 的定义，纳入了一些新的信贷增长来源，如地方政府发行特别债券（多数支出发生在地方政府，而非中央政府层面）以及某些资产支持证券。经这些新的调整项目之后，10 月 **TSF 同比增长 9.1%**。虽然这个增速看似不低，却是自推出 TSF 数据系列以来的最低增速。
 - 货币方面，**人民币兑美元汇率并未贬值至 7.00 之上**，近期反而小幅升至 6.92。不过我们预计 2019 年人民币将恢复贬值趋势。
 - **日元回吐了部分涨幅**，日元兑美元汇率跌至 113.5。日元走软在很大程度上对日本股市有利。**我们认为处于这一水平的东证指数在整体上具有吸引力，并对该市场维持增持评级**。
 - 中国互联网巨头**腾讯 (700 HK)** 公布了三季度业绩。该公司在全球用户最多的互联网市场上主要经营网络游戏和社交媒体业务，此外还对其它互联网公司进行了大量投资。由于该公司在上个季度公布的业绩意外不及预期，此次公布业绩受到了密切关注。三季度**盈利飙升 30%**，尽管好于预期，却也明显受到**美团 (3690 HK) IPO 规模可观的一次性项目的影响**。
 - **在线广告利润同比增长 47%，推动盈利增长**。这有助于抵消游戏行业相对疲软的影响。长期以来，游戏业务一直是该股的主要驱动因素。由于中国的监管变化（其中部分原因是为了解决网游成瘾问题），**游戏行业正面临着不确定性**。
 - 腾讯的权重为 9%，是恒生指数最大的成分股之一。总的来说，投资者**对这次公布的业绩持正面看法**，该股当日上涨 5.8%。2017 年腾讯股价上涨超过一倍，自 1 月以来的跌幅约达 45%。



亚太地区

Jay Roberts(CFA) – 香港

- **本周亚股小幅走低**，但总体而言，亚洲股市继 10 月大跌之后仍保持相对稳定。**今年多数市场的跌幅均超过 10%**。



市场行情

数据截至 2018 年 11 月 15 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	2,730.20	0.7%	2.1%	6.5%	25.2%
道琼斯工业平均指数	25,289.27	0.7%	2.3%	8.7%	33.6%
纳斯达克指数	7,259.03	-0.6%	5.2%	8.2%	37.6%
罗素 2000 指数	1,524.12	0.8%	-0.7%	4.1%	17.0%
标普 / 多伦多综合指数	15,144.88	0.8%	-6.6%	-4.6%	2.6%
富时全股指数	3,857.13	-1.2%	-8.6%	-4.6%	4.3%
欧洲斯托克 600 指数	358.43	-0.9%	-7.9%	-6.2%	5.7%
欧洲斯托克 50 指数	3,190.31	-0.2%	-9.0%	-10.0%	4.6%
恒生指数	26,103.34	4.5%	-12.8%	-9.5%	16.9%
上证综指	2,668.17	2.5%	-19.3%	-21.6%	-16.8%
日经 225 指数	21,803.62	-0.5%	-4.2%	-1.0%	23.4%
印度 Sensex 指数	35,260.54	2.4%	3.5%	7.6%	34.0%
新加坡海峡时报指数	3,054.53	1.2%	-10.2%	-9.3%	9.2%
巴西 Ibovespa 指数	85,973.06	-1.7%	12.5%	21.4%	44.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	41,450.65	-5.7%	-16.0%	-13.1%	-7.9%
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)	1,213.32	-0.1%	-6.9%	-5.1%	-1.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.30	0.4%	-15.6%	-15.9%	-16.3%
铜 (美元 / 吨)	6,107.50	1.2%	-15.3%	-9.3%	10.4%
原油 (WTI 现货 / 桶)	56.46	-13.6%	-6.6%	2.0%	23.2%
原油 (布伦特现货 / 桶)	66.70	-11.6%	-0.3%	7.8%	42.1%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	3.92	20.1%	32.6%	27.1%	44.5%

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	3.110%	-3.3	70.5	78.8	89.1
加拿大 10 年期债券	2.390%	-10.4	34.5	47.8	85.4
英国 10 年期	1.373%	-6.4	18.3	8.7	-0.6
德国 10 年期债券	0.360%	-2.5	-6.7	-1.6	5.2
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	3.59%	0.2%	-2.2%	-1.9%	0.9%
美国投资级企业债券	4.29%	0.1%	-3.6%	-2.6%	2.7%
美国高收益企业债券	7.04%	-0.5%	0.5%	1.8%	10.9%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	97.0550	-0.1%	5.4%	3.5%	-3.2%
加元 / 美元	0.7585	-0.2%	-4.7%	-3.2%	2.0%
美元 / 加元	1.3184	0.2%	4.9%	3.3%	-2.0%
欧元 / 美元	1.1332	0.2%	-5.6%	-3.9%	5.7%
英镑 / 美元	1.2780	0.1%	-5.4%	-3.0%	2.6%
澳元 / 美元	0.7277	2.9%	-6.8%	-4.1%	-3.7%
美元 / 日元	113.6100	0.6%	0.8%	0.6%	4.0%
欧元 / 日元	128.7400	0.8%	-4.8%	-3.3%	9.9%
欧元 / 英镑	0.8867	0.1%	-0.2%	-0.9%	3.0%
欧元 / 瑞郎	1.1405	0.0%	-2.5%	-2.1%	6.2%
美元 / 新加坡元	1.3755	-0.7%	3.0%	1.4%	-2.7%
美元 / 人民币	6.9392	-0.5%	6.6%	4.8%	1.2%
美元 / 墨西哥比索	20.2207	-0.6%	2.9%	5.0%	-0.2%
美元 / 巴西雷亚尔	3.7848	1.7%	14.4%	14.2%	10.2%

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。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 15 日格林尼治时间晚上 9:52。

解读货币数据的方法示例：加元 / 美元为 0.75，表示 1 加元可兑换 0.75 美元。加元兑美元回报为 -4.7%，表示年初至今加元兑美元下跌了 4.7%。美元 / 日元为 113.61，表示 1 美元可兑换 113.61 日元。美元兑日元回报为 0.8%，表示年初至今美元兑日元上涨 0.8%。

作者

Laura Cooper – 英国伦敦

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

Joseph Wu, CFA – 加拿大多伦多

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

Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯

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

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

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：Joseph Wu 和 Diana Di Luca 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, Laura Cooper 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。