

全球 透视

周刊



深度解读

抵御风险

全球投资组合咨询委员会

长期经济扩张有望在 2019 年展现耐力。尽管依然看好投资环境，我们认为适当的做法是在任何潜在挑战成为现实之前采取措施。

展望 2019 年，我们认为有必要对金融市场和投资组合采取看好但警觉的态度。从我们的角度来看，适当的姿势是“抵御风险”。换句话说，谨慎的做法是削减风险最高、规模最大的股票和固定收益头寸，更多地关注优质股票和债券。

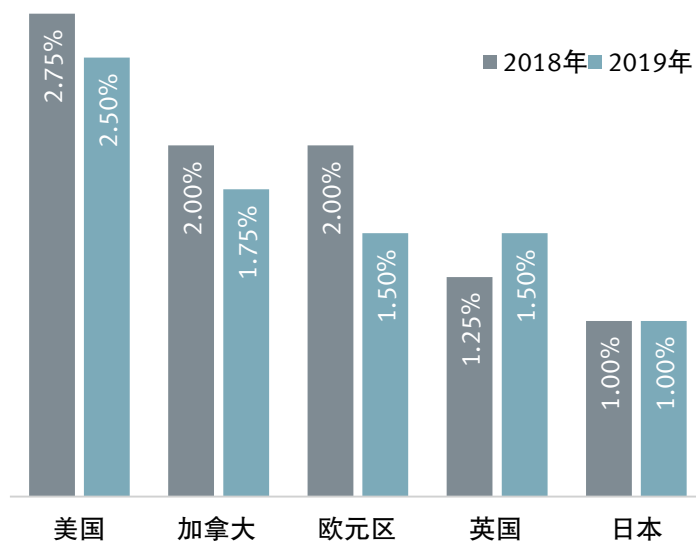
越来越多证据表明我们正处于经济周期末期。目前还不需要大幅调整投资组合，不过我们建议适度削减股票敞口并转向市场上的价值股，同时有选择地降低固定收益的信贷风险。

最近我们在美国、加拿大、欧洲和亚洲的分析师和策略师团队发表的[全球透视 2019 展望](#)阐述了这些投资策略，并提供了加拿大皇家银行财富管理对经济、股市、固定收益和货币的看法。本期我们还分析了预计将对当前经济周期之后全球经济发展产生重要影响的三个话题：下一代基础设施建设、正在进行的美中争端以及人工智能推动之下的革命性创新。以下是[2019 年展望](#)完整报告的要点和每一篇文章的链接。

2019 年投资立场

央行决策也许是固定收益市场的支点。在根据经济活动的不同阶段调整政策时，货币政策可能会出现分化。我们预计发达经济体将持续增长，通胀将维持在目标附近。美联储仍预计 2019 年加息三次。我们则认为在加息两次之后将会暂停。本文提供了对美国、加拿大、英国、欧洲和亚洲固定收益定位的一些思考。

加拿大皇家银行对发达市场年度 GDP 增长的预测



资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理

市场脉搏

- 2019 年的标普 500 指数
- 加拿大餐饮行业的数字化颠覆
- 英国央行对英国脱欧最坏情况的分析
- 习特会前的冷言冷语

点击[这里](#)获取作者联系方式。

以 2018 年 11 月 29 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

我们认为，由于主要经济体尤其是美国的衰退风险较低，2019 年股价或将上涨，企业盈利有望持续增长。但 2019 年的回报率也许会较低且不均衡，因此我们认为适当的做法是将全球投资组合中的股票敞口由略高于市场权重的头寸削减至与市场权重相当的水平。本文提供对美国、加拿大、英国、欧洲和亚洲市场的深入解读。

景气循环未升段大观

“景气循环未升段 (late cycle)” 这个术语给人一种“回光返照”的感觉。但这个全球最大经济体尚未处于“那么晚”的景气循环未升段。可靠的先行指标表明美国或其它主要经济体并无经济即将下滑的风险，2019 年全球经济增长仍将超过金融危机后的平均水平。我们认为，这表明企业利润和股价还有上涨空间。

但由于 2019 年的股票回报率也许会较低且不均衡，我们来探讨明年投资者议程中应当包含的五件事：价值股之于增长股、大盘股之于小盘股、关注派息股、确定高经营杠杆对 GDP 的影响以及留意各板块和行业的相对强弱变化。

固定收益投资组合去风险

我们认为经济周期的后期正是开始制定固定收益投资组合去风险计划之时。经济增长依然强劲，我们监测到的大多数指标均显示离经济衰退还有一段距离，但最好在大海保持平静的同时为更大的风浪做好准备。我们认为，投资者为寻求较高收益而蜂拥而上的固定收益投资组合中一些风险较高的部分是启动整体去风险过程的适当之处。目前承担此类风险的补偿微乎其微，信贷质量也有所下降。

基建投资

我们认为基础设施投资提供了诱人的短期机会。全球对全新、翻新和替代基础设施资产的需求是巨大的——尤其是在世界上最大的两个经济体（美国和中国）——私营部门似乎已经为发挥前所未有的作用做好了准备。基础设施投资可以提供重要的多元化利益。大多数银行的收入来自低风险的稳定资产，因此在经济低迷时期，它们能够比总体市场更为坚挺。

美国商业周期记分卡

	周期开始	周期初期	周期中期	周期末期	周期结束	衰退
库存		●	○			
耐用消费品		●	●			
房地产			●	●		
价格			●	●		
债券			●	●		
货币政策			●	●		
股票盈利能力			●	●		
杠杆			●	●	○	
经济趋势			○	●	○	
信贷			○	●	○	
情绪				●		
商业投资				●	○	
就业				●	○	
股市走向			○	●	●	
经济衰退				●	●	
波动				○	●	
周期寿命					●	

图例：● = 最有可能的商业周期阶段；○ = 不同解读
资料来源：加拿大皇家银行环球资产管理

美中：未知领域

美中两国不只是涉及贸易争端。它主要是一场受意识形态分歧支撑的、围绕国家安全的冲突。在双边关系明显紧张的背后，是美国 30 年霸权主义向多极世界的较深层次转变，这将对经济增长和金融市场产生影响。

人工智能

我们认为，人工智能拥有在未来数十年大幅增加全球财富和繁荣的潜力。寻找变革机遇、了解人工智能可能带来竞争威胁的公司，可能会比那些忽视人工智能的公司发展得更好。



美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- 在经历四季度极具挑战性的开局后，**美国的股市反弹延续至11月底**。尽管本周迄今纳斯达克、道琼斯工业平均指数和标普500指数涨幅超过4%，但主要股指仍远低于历史高点。例如，纳斯达克和标普500指数分别自峰值回落了近12%和8%。
- 我们认为，本轮反弹至少可以**部分归因于美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)被市场解读为比预期更为鸽派的言论**。由于他表示利率似乎“略低于”中性区间，市场参与者对赌股市走高，因为他们认为当前加息步伐在2019年放缓的可能性较大。不过，央行维持在2018年12月的会议上再次加息、2019年再加息三次的计划。但市场参与者认为，跟此前预期的相比，近期有关加息步伐的沟通暗示加息步伐将会逐步放缓。这些事件与**我们一段时间以来的观点非常吻合，即美联储将在12月再次加息，2019年仅加息两次**。
- 加拿大皇家银行资本市场的首席美国股票策略师Lori Calvasina公布了她对2019年的初步展望**。她将对2019年标普500指数每股收益(EPS)的预估由173美元下调至171美元，并提出2019年底的目标价为2900。这意味着未来13个月的回报率为中个位数(不含股息)，她的团队认为这个数字与2020年GDP增长1%-2%的背景非常吻合。汤森路透I/B/E/S的数据显示，对2019年每股收益的普遍预估相对较高，为176美元，但低于几周前的178美元。我们的观点是，Calvasina**对2019年的潜在收益增长和股票回报持谨慎态度是适当的，我们认同她对价值股优于增长股的偏好**。我们预计未来数月普遍预测将会继续适度下调。

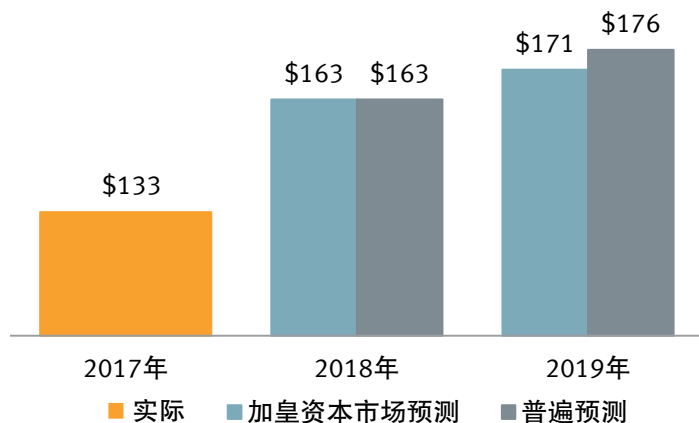


加拿大

Arete Zafiriou 和 Richard Tan (CFA) – 多伦多

- 加拿大的银行正在公布2018年四季度业绩**。鉴于自10月初以来西德克萨斯中质原油(WTI)的价格已下跌约30%，WTI与西加拿大重油之间的差价处于约34美元/桶的水平，投资者也许会尤其关注银行贷款账目中的油气风险敞口规模。根

标普500年度每股收益预测表明增长持续放缓



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、汤森路透I/B/E/S；数据截至2018年11月29日

据今年早些时候采用的**新会计准则**，银行在计算信贷拨备时需要考虑原油价格下跌的长期影响。我们的基本观点预计**银行信贷损失仍将自周期性低点逐步正常化**，但高负债的消费者、主要房地产市场难以承受的房价以及疲弱的能源价格给这种前景带来了一些下行风险。

- 加拿大餐馆的竞争愈加激烈**，尤其是由于**在线外卖送餐聚合平台**的发展。加拿大皇家银行资本市场解释了它为何相信餐厅会**陆续与这些平台合作**，以及这对该行业的潜在长期影响。送餐平台为消费者提供了可以在舒适的家中接触多家餐馆的机会。这**增加了餐馆的总体目标市场**。问题是什么？餐馆能够创造**更高的销售额**，却是以**降低利润率为代价的**。根据加拿大皇家银行资本市场的数据，平台会向餐馆收取10%-25%的佣金，而顾客每次点单最多可收取9美元的送餐费。起初这种高佣金结构导致餐馆退缩，但随着餐馆权衡“外卖”市场的好处，受欢迎程度逐渐上升。通过送餐平台收集的数据，餐厅可以优化菜单，作出人员配置决策，并改进供应管理。加拿大皇家银行资本市场认为，可用送餐选项增加和人口老化(千禧一代往往较多地下单送餐)将增加送餐的销售额。加拿大皇家银行资本市场的调查结果显示，未来12个月送餐平台的使用率将会上升；46%的受访者过去使用过送餐平台，50%的人预计明年将会使用。



欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **欧洲经济活动出现疲软迹象。**11月欧元区采购经理人指数(PMI)令人失望,综合PMI降至52.4,仍处于扩张区间,但低于普遍预期和上个月的水平。我们认为国内经济尚好,却难以抵消出口疲软。加拿大皇家银行资本市场最近将2019年的GDP增长预期由1.8%下调至1.6%,但考虑到通胀低迷的环境,预计欧洲央行的货币政策立场不会改变。
- 据彭博社报道,意大利政府也许正在软化对欧盟财政要求的立场,并考虑将预算赤字占GDP的比例从2.4%下调至2.1%左右。意大利10年期国债较德国10年期国债利差收窄40个基点至326个基点,仍处于高位。
- 在英国,人们仍聚焦英国脱欧问题,以及12月11日英国下议院就**脱欧协议**成功获得投票通过所需的极具挑战性的议会票数。“留欧”阵营和“脱欧”阵营均对该协议提出了严厉批评,我们认为**初期不太可能以目前的形式获得通过**。我们预计短期内政治不确定性将会继续上升,打压经济活动和汇率。
- 应英国政府要求,英国央行公布了对各种脱欧情景预计影响的分析。由于央行行长卡尼解释说他的目标是“不抱最好希望但作最坏打算”,在无协议脱欧的**最坏情况下**,英国央行预计将从2019年二季度开始出现经济衰退,经济将会**萎缩8%-9%**,相比金融危机期间更为极端。在这种情况下,英国央行预计通胀率将达6.5%。英国央采用这些假设对英国银行进行压力测试的结果显示,英国银行体系应该能够承受此类情况。

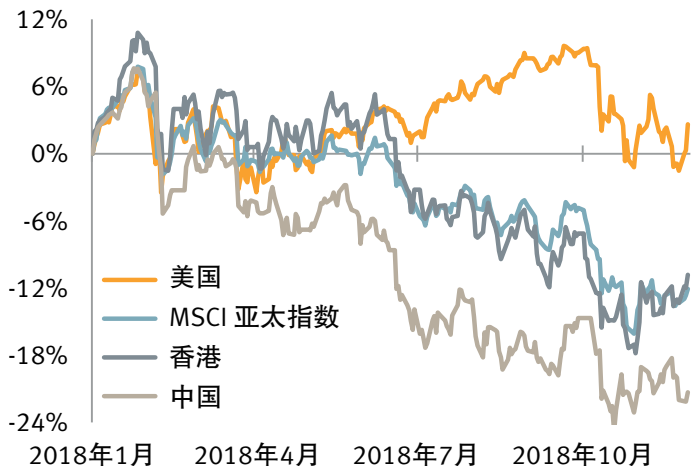


亚太地区

Jay Roberts(CFA) – 香港

- **近期亚洲股市站稳脚跟**,10月低点仍为年内低点。2018年MSCI亚太指数下跌了12.1%。不过,亚洲市场对美国股市

2018年亚股因贸易和关税担忧滞后年初迄今回报率



资料来源:加拿大皇家银行财富管理、彭博社;数据截至2018年11月28日;上证综指、恒生指数、MSCI亚太指数及标普500指数

为期一天的强劲反弹反应平淡。由于加征关税的可能性临近,周四中国内地股市下跌2%。

- **期待已久的习特会将于12月1日周六的阿根廷G20会议上举行。**我们认为,我们所能期望的最好结果是达成某种短期休战协议,或者更确切地说,不要使贸易争端进一步升级。特朗普在接受《华尔街日报》采访时表示,如果在G20上无法达成协议,他准备对包括iPhone在内的价值2670亿美元的中国进口商品加征关税。这将意味着对所有进入美国的中国制造商品征收10%-25%的关税。他补充说,美国消费者“非常容易”应对iPhone价格上涨10%。
- 此外,美国贸易代表**莱特希泽 (Robert Lighthizer)**和副总统彭斯(Mike Pence)近期的言论凸显美国正在采取强硬立场。本周早些时候,莱特希泽表示他正在研究提高中国造汽车关税的**“所有可用工具”**。中国目前对从美国进口的汽车征收惩罚性关税。
- 两周前,始于1993年的亚太经济合作组织(APEC)峰会成为美中两国就一系列问题表达不满的场所。**习近平主席在会上表示¹,设置障碍和“违背经济规律”是“注定要失败”的短**

视行为。他主张“我们应该对保护主义和单边主义说不”。习近平还指出，历史表明冷战、热战或贸易战都没有赢家。

- 在习近平之后，**美国副总统彭斯**在亚太经合组织首脑会议²上发表讲话。“我们不会让我们的合作伙伴债台高筑。我们不会强迫或损害你们的独立性。我们不提供约束带或单行道。后者嘲讽中国意图在亚洲各地建设基础设施的“一带一路”战略。在提到关税以及将对中国的现有关税加倍的可能性时，彭斯后来宣称，“**在中国改变其做法之前，美国不会改变路线。**”
- 由于中美两国在措辞上存在分歧，峰会结束时首次没有发表最终声明。我们认为，在亚太经合组织会议上发表的这些言论是双方近来冷言冷语的延续，并不令人感到意外，凸显

了双方存在重大和潜在的长期分歧。这一点在我们的文章 [《中美关系正步入未知领域》](#) 中有进一步的探讨。

- 在企业动态方面，**三季度中国科技硬件巨头小米 (1810 HK) 公布的业绩好于预期。**营收比增长 49%。人民币 24.8 亿元 (合 3.6 亿美元) 的净收入远高于预期。小米手机的出货量同比增长 21%，全球手机总销量却有所下降。自今年夏天在香港上市以来，该股一直表现不佳。
- 业内最知名的高管之一、**日本汽车公司日产 (7201 JP) 总裁 Carlos Ghosn 在日本被捕，他被控欺诈**，即向东京证券监管机构少报薪资，并挪用公司资产。此后他被日产董事会解雇。

¹ http://www.xinhuanet.com/english/2018-11/17/c_137613904.htm

² <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-vice-president-pence-2018-apec-ceo-summit-port-moresby-papua-new-guinea/>



市场行情

数据截至 2018 年 11 月 29 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	2,737.80	1.0%	2.4%	4.3%	24.2%
道琼斯工业平均指数	25,338.84	0.9%	2.5%	5.8%	32.5%
纳斯达克指数	7,273.08	-0.4%	5.4%	6.6%	35.2%
罗素 2000 指数	1,525.39	0.9%	-0.7%	-1.1%	14.8%
标普 / 多伦多综合指数	15,194.04	1.1%	-6.3%	-4.8%	1.3%
富时全股指数	3,853.36	-1.3%	-8.7%	-5.3%	4.5%
欧洲斯托克 600 指数	358.10	-1.0%	-8.0%	-7.7%	5.0%
欧洲斯托克 50 指数	3,174.16	-0.7%	-9.4%	-11.6%	4.5%
恒生指数	26,451.03	5.9%	-11.6%	-10.7%	16.3%
上证综指	2,567.44	-1.4%	-22.4%	-23.1%	-21.8%
日经 225 指数	22,262.60	1.6%	-2.2%	-1.5%	21.6%
印度 Sensex 指数	36,170.41	5.0%	6.2%	7.6%	37.0%
新加坡海峡时报指数	3,109.44	3.0%	-8.6%	-9.6%	8.0%
巴西 Ibovespa 指数	89,709.56	2.6%	17.4%	23.4%	47.1%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	41,913.45	-4.6%	-15.1%	-12.0%	-7.6%
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)	1,224.08	0.8%	-6.1%	-4.7%	3.0%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.31	0.4%	-15.5%	-13.5%	-13.9%
铜 (美元 / 吨)	6,244.00	3.4%	-13.4%	-7.2%	9.7%
原油 (WTI 现货 / 桶)	51.45	-21.2%	-14.8%	-10.2%	13.8%
原油 (布伦特现货 / 桶)	59.42	-21.3%	-11.1%	-5.8%	28.1%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	4.58	40.6%	55.2%	44.2%	38.3%

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	3.030%	-11.4	62.4	64.2	73.9
加拿大 10 年期债券	2.304%	-19.0	25.9	42.1	79.4
英国 10 年期	1.367%	-7.0	17.7	2.9	-0.3
德国 10 年期债券	0.321%	-6.4	-10.6	-6.4	10.0
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%	-1.9%	-1.6%	1.5%
美国投资级企业债券	4.35%	-0.1%	-3.9%	-3.1%	2.7%
美国高收益企业债券	7.24%	-1.0%	-0.1%	0.3%	9.6%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	96.7980	-0.3%	5.1%	3.9%	-4.1%
加元 / 美元	0.7527	-1.0%	-5.4%	-3.2%	1.1%
美元 / 加元	1.3285	1.0%	5.7%	3.3%	-1.1%
欧元 / 美元	1.1389	0.7%	-5.1%	-3.9%	6.9%
英镑 / 美元	1.2784	0.1%	-5.4%	-4.7%	2.3%
澳元 / 美元	0.7318	3.5%	-6.3%	-3.3%	-2.2%
美元 / 日元	113.4400	0.4%	0.7%	1.3%	0.9%
欧元 / 日元	129.1900	1.1%	-4.5%	-2.6%	7.9%
欧元 / 英镑	0.8909	0.5%	0.3%	0.8%	4.5%
欧元 / 瑞郎	1.1346	-0.5%	-3.0%	-2.7%	5.3%
美元 / 新加坡元	1.3704	-1.1%	2.6%	1.7%	-3.8%
美元 / 人民币	6.9425	-0.5%	6.7%	4.9%	0.5%
美元 / 墨西哥比索	20.2684	-0.3%	3.1%	9.2%	-1.7%
美元 / 巴西雷亚尔	3.8525	3.5%	16.4%	18.8%	13.6%

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 29 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 0.75，表示 1 加元可兑换 0.75 美元。加元兑美元回报为 -5.4%，表示年初至今加元兑美元下跌了 5.4%。美元 / 日元为 113.44，表示 1 美元可兑换 113.44 日元。美元兑日元回报为 0.7%，表示年初至今美元兑日元上涨 0.7%。

作者

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 Zafiriou – 加拿大多伦多
arete.zafiriou@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：Richard Tan 和 Arete Zafiriou 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提及的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。