

# 全球 透视

## 周刊



深度解读

## 股市三大痛点

Kelly Bogdanov – 旧金山 Frédérique Carrier – 伦敦

由于股市受到新一轮波动的冲击，警觉成为周期末期的暗号。在市场应对这些挑战的过程中，我们来探讨几个引发压力点以及看待股市的适当姿态。

全球股市正处于调整当中，波动突然加剧然后双向摆动属于正常现象。

在 G20 峰会美中贸易取得进展的初步乐观情绪推动下，周一股市出现反弹，但由于对中美关系再度担忧，随后几个交易日美国主要股指大幅下挫，并带动全球其它股市下跌。

尽管自 10 月初以来诸多问题均助推市场调整，不过对中美紧张关系的担忧已经成为最重要的议题。股市、尤其是美国股市的投资者正紧盯美债收益率曲线进一步趋平（以及部分反转）。英国脱欧的不确定性也是一个因素。

对美国 and 全球经济的潜在影响以及相关的衰退风险使得这些问题更为突出。尽管我们的主要前瞻性指标仍亮着绿灯，但在商业周期较晚的阶段，这些风险值得投资者关注。

### 这场贸易战不仅涉及贸易

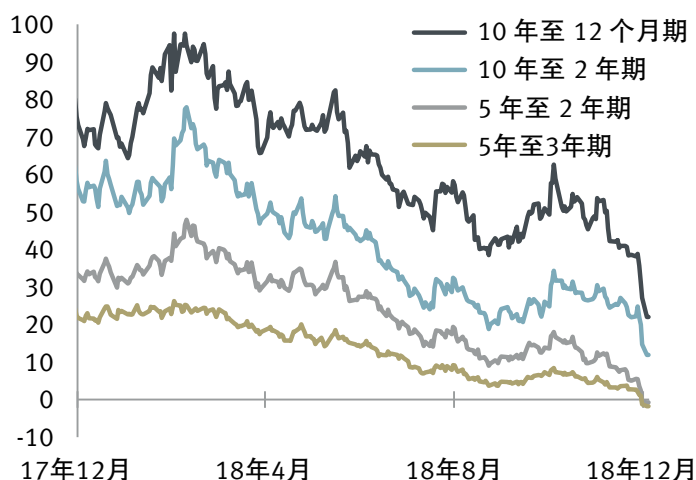
有关中美贸易谈判的头条新闻从乐观到冲突、悲观再到到乐观，然后又再次悲观，所有这些都发生在不到一周的时间之内。

在我们看来，政府官方声明和新闻报道应该有所保留。美中两国也许会在 90 天的时间内拼凑出一项贸易协定，但其它问题可能会使得两国的中长期关系复杂化。

多家媒体报道了中国华为公司一名高管遭到逮捕并被要求引渡的消息就凸显了这一点。华为是全球最大的电信设备公司，被

### 收益率曲线地狱边缘：会低至何种程度？

不同时间点的美债收益率差异（基点）



资料来源 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；逐日数据截至 2018 年 12 月 5 日

### 市场脉搏

- 4 标普 500 估值骤降
- 4 艾伯塔省石油减产降低加拿大 GDP
- 5 英国经济活动迟缓
- 5 修复中美紧张关系殊为不易

点击[这里](#)获取作者联系方式。

以 2018 年 12 月 6 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

指违反了美国对伊朗的制裁禁令。我们认为美国在许多层面上与中国对抗，而且不太可能会在 90 天内结束。有关该话题的更多信息，请参阅[第 5 页](#)的分析以及我们最近的文章《[中美关系正步入未知的领域](#)》。

## 收益率征兆

当国债收益率曲线反转（当短期收益率高于长期收益率）时，我们有两条经验法则。

首先，不要反应过激。最近几个交易日美债收益率曲线出现部分（5 年至 3 年期以及 5 年至 2 年期）反转令股市感到恐慌。但这并不意味着受到更多关注的其它曲线部分（10 年至 2 年期和 10 年至 12 个月期）会像多米诺骨牌一样倒下。

我们更加看重前面提到的较长期曲线。它们仍然略高于 13 个基点和 20 个基点，但不可否认它们正接近于反转。收益率曲线也许会长时间地徘徊在反转附近，在上世纪 90 年代也曾如此。

此外，反转通常发生在衰退即将到来之前的相当长的一段时间内，而不是就在经济萎缩之前发生。自上世纪 50 年代以来，美国经济衰退平均始于反转之后的第 14 个月。平均而言，标普 500 指数在反转后的将近 6 个月见顶，尽管在均值附近存在许多变数（参见表格）。

我们的第二条经验法则是，一旦 10-12 个月的收益率曲线发生逆转（这是不可避免的），不要试图以“这次不同”为由将其合理化。尽管在每个商业周期中通常会有多种原因使得情况“不同”，但正常情况下会随着收益率曲线反转而最终出现衰退。我们认为谨慎的做法是认真看待收益率曲线的过往记录。

## 避开脱欧悬崖？

英国脱欧的两大风险可能对金融资产产生重大负面影响：无协议悬崖边缘式英国脱欧和极左工党政府。最近的两项政治动向表明，前者的可能性有所下降。

首先，议会通过投票支持一项修正案重申了自己的立场。如果定于 12 月 11 日在下议院投票表决的特蕾莎·梅脱欧法案未能获得通过，这将使得议会在行动计划方面拥有更多发言权。鉴于议会中普遍反对该法案，人们普遍预计该法案将遭到否决。

其次是欧洲法院的总检察长认为英国议会可能单方面撤销第 50 条，即为期两年的脱欧程序。

## 美债收益率曲线历史走势

10 年至 12 个月期收益率曲线  
美国经济：收益率曲线通常在衰退开始前出现反转

收益率曲线倒置月份	衰退开始月份	间隔 (月)
1956年12月	1957年9月	9
1959年9月	1960年5月	8
1968年4月	1970年1月	21
1973年3月	1973年12月	9
1978年9月	1980年1月	16
1980年9月	1981年7月	10
1989年2月	1990年7月	17
2000年4月	2001年3月	11
2006年1月	2007年12月	23
平均值		14 个月
中值		11 个月

股市：平均而言，标普 500 指数通常在反转前 6 个月达到峰值，但时间不一

收益率曲线倒置月份	标普 500 指数月度峰值	间隔 (月)
1956年12月	1957年7月	7
1959年9月	1959年8月	-1
1968年4月	1968年12月	8
1973年3月	1973年1月	-2
1978年9月	1978年9月	0
1980年9月	1980年12月	3
1989年2月	1990年7月	17
2000年4月	2000年3月	-1
2006年1月	2007年10月	21
平均值		5.8个月
中值		3 个月

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、美联储、国家经济研究所

我们要强调这两个事件都不具有法律约束力，但这两件事合二为一，在英国被视为正在转向无协议脱欧、总检察长的观点得到欧洲法院裁决证实的情况下，将可能使得在很大程度上亲欧盟的议会撤销第 50 条。已有先例表明情况很可能正是如此。

我们的基本观点仍是脱欧协议最终将获得批准，英国将退出欧盟，但这种不确定性也许会拖延更长时间。随着无协议的可能性减弱，我们对英国股市持股观望的信心有所增强。

### 平衡术

这些风险与中美关系、美债收益率曲线有关，短期内英国脱欧也很可能仍是股市的关注焦点，而随着市场度过这段调整期，其它不确定性也可能再次浮现。我们认为，这些风险应与可靠的领先经济指标相衡。

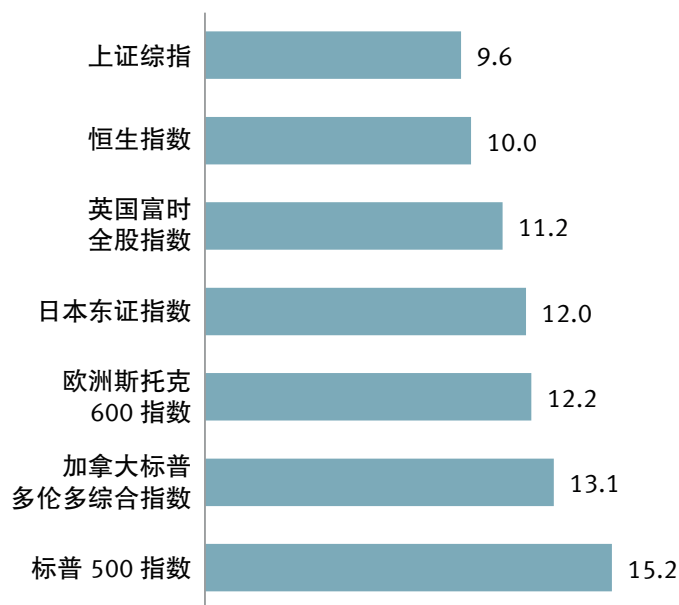
迄今为止，我们的指标并未显示经济衰退的威胁上升，因此我们仍对投资组合中整体上的全球股市风险敞口维持持股观望的建议，对美国股市风险敞口也是一样。

我们正密切关注领先指标和其它数据，因为它们最终发生变化时就是更加谨慎、更加防御性地配置股票投资组合的时候。

我们认为目前还没有必要对投资组合作出重大调整。

### 所有估值均低于其长期均值

注：远期市盈率基于未来 12 个月的盈利普遍预测



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社普遍预测；数据截至 2018 年 12 月 6 日



## 美国

Ben Graham(CFA) – 明尼阿波利斯

- **美国股市回吐了11月底的大部分涨幅。**由于在前总统老布什(George H.W.)的全国哀悼日之后连续两天下跌,美国主要股指接近下跌5%。小盘股的表现更为糟糕,超过5%的关口。多家媒体报道在美国的要求下,中国华为的首席财务官在加拿大遭到逮捕,使得**对与中国和其它贸易伙伴的紧张关系加剧的担忧日盛**,这在90天内不再加征关税的消息令紧张局势有所缓解之后引发了更大的担忧,双方或将无法继续谈判。
- **金融股受到投资者焦虑情绪的冲击**,这主要是由于收益率曲线趋平(以及部分反转)。最近几个交易日该板块的跌幅接近8%。其它经济敏感型板块也表现不佳,尤其是工业和原材料板块。有趣的是,**抛售已经提前将市场估值推至低于我们预计将以大约平均速度增长的2019年盈利的平均水平**。根据FactSet的普遍预测,当前标普500指数未来12个月的市盈率为15.2倍,明显低于5年和20年均值。考虑到2019年的盈利增长潜力和目前的市场情绪,这种估值增强了我们的信念,即对美股持股观望并倾向价值股仍是适当的。

## 标普500指数估值自1月高点迅速下跌

未来12个月市盈率



资料来源:加拿大皇家银行财富管理、彭博社;数据截至2018年12月6日格林尼治时间14:30

- **由于油价持续下跌**,WTI自10月初以来已下跌逾30%,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Helima Croft认为**现在已经到了“全面检查”的时候**。油价回落和最近几周数据不看好构成了最近几个月资金外流的基础。市场参与者的注意力仍集中在欧佩克及其盟国可能将于周五宣布减产的结果。令人担忧的是提出的减产力度不够大,供应将继续超出需求,并进一步对处于当前水平的价格构成压力。



## 加拿大

Carolyn Schroeder 和 Arete Zafiriou – 多伦多

- 正如市场预期的那样,周三**加拿大央行将其隔夜拆借利率维持在1.75%的水平**。加拿大的整体经济增速与加拿大央行第三季度的预期一致,但数据显示未来的增长势头正在减弱,这尤其受到能源行业疲弱的影响。加拿大央行表示,随着美国-墨西哥-加拿大协定(USMCA)和联邦政府税收新政的签署,除能源行业以外的商业投资有望得到加强。在经济增长放缓和通胀高于普遍预期的情况下,**加拿大皇家银行环球资产管理认为加拿大央行可能倾向于少加息而不是多加息**。在加拿大央行发表声明之后,市场认为2019年加息将少于两次。
- 周日,**阿尔伯塔省政府宣布原油和沥青减产**将于2019年1月1日生效。此次减产将日产量减少32.5万桶,直到库存恢复至季节性正常水平。到2020年时的平均日产量将减少9.5万桶。作为参考,阿尔伯塔省政府表示正常情况下石油库存在1900万桶左右,比目前水平少1600万桶。声明公布后,加拿大重质原油基准价飙升65%,达32.91美元。尽管阿尔伯塔省政府的目标是通过减产来降低加拿大石油相对于美国基准价格的差距,这很可能对加拿大的实际GDP产生负面影响。**加拿大皇家银行环球资产管理估计2019年加拿大实际GDP增长率将因减产9%左右而下降约0.2%**。



## 欧洲

Frédérique Carrier 和 Thomas McGarrity(CFA) – 伦敦

- **英国经济活动迟缓。**11月服务业采购经理人指数 (PMI) 连续第二个月大幅下滑至 50.4, 目前仅略高于扩张水平 50。尽管制造业 PMI 有所改善 (经济学家主要归因于 2019 年 3 月英国脱欧前的库存囤积), 综合 PMI 仍由 9 月的 54.1 进一步回落至 50.7, 原因是不确定性导致投资和消费者决策被推迟。加拿大皇家银行资本市场的数据显示, 这样的活动水平意味着**四季度 GDP 可能会同比仅增长 0.1%**。其预测的 2018 年增长率 1.3% 面临下行风险。**我们认为这很可能迫使英国央行推迟利率正常化。**当前市场预计明年将会加息一次。
- **英国医疗保健巨头葛兰素史克 (GSK) 积极参与并购,**以支持该集团加强制药业务的战略重点之一。该集团以**40 亿英镑收购 Tesaro 增强在肿瘤方面的渠道和商业能力,**后者是一家处于商用阶段的美国生物制药公司。Tesaro 的主要上市产品 Zejula 是一种聚 ADP 核糖聚合酶 (PARP) 抑制剂, GSK 认为这种抑制剂是“在对癌症患者的影响方面被低估的重要药物”。而在剥离资产方面, **葛兰素史克以 31 亿英镑将好立克 (Horlicks) 和在印度的其它消费者保健营养产品卖给了联合利华。**



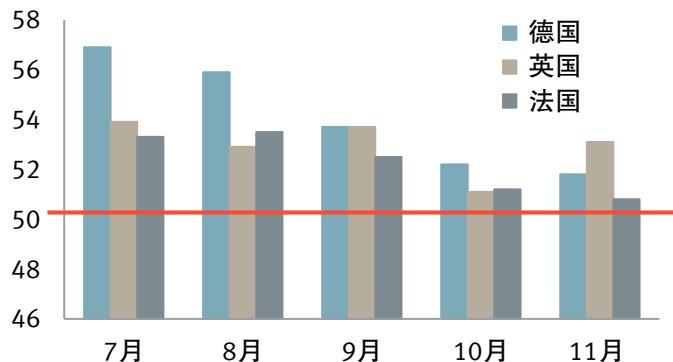
## 亚太地区

Jay Roberts(CFA) – 香港

- **亚洲市场仍不稳定, 方向不明。**例如, 美国总统特朗普和中国国家主席习近平在 20 国集团 (G20) 会晤后, 周一香港恒生指数强劲反弹, 周三和周四却大幅下挫。这种疲软很可能是由于中美关系、美债收益率曲线趋平以及中国最大的科技公司之一华为的首席财务官可能被引渡到美国而在加拿大被捕 (美国指控华为与伊朗做生意违反了制裁规定) 的不确定性造成的。
- 特朗普和习近平领导的**美中两国**在阿根廷 G20 峰会上**会晤**当然引起了投资者的浓厚兴趣。不出所料, 双方达成了试图在贸易方面达成一些共识的一项协议, 在 90 天的时间内不再加

## 2018 年下半年欧洲 PMI 数据有所放缓

制造业采购经理人指数 (PMI)



注: 红线表示数值为 50, 是经济扩张与收缩的分界线。

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 30 日

征关税。同样不出所料的是, **对于正在发生的事情以及预期的结果, 双方都发出了混杂的信息。**随着未来几个月消息反复, 我们预计香港和中国内地股市仍将维持区间震荡和恐慌。

- **我们假设达成了某项协议。**比如说, 中国同意从美国购买更多商品并变更某些有关技术转让、保护知识产权和市场准入的法律规定。市场也许会对这种变化表示欢迎。
- **但在我们看来这只不过是在更大的交锋中缓和关系,**这场交锋在更大程度上是围绕国家安全以及美国试图在意识形态差距不断扩大之际遏制崛起的中国而展开的。
- 关于贸易, 请注意贸易顺差的规模是如此之大——而且仍在增长——我们认为一项“协议”不太可能会产生重大影响。另外, **中国将很难在规定的时间内全面解决美国提出的一系列抱怨,**即使在不太可能的情况下中国愿意解决所有这些问题。
- 我们认为**最大的问题在于一项零碎的协议是否足以阻止美国政府中的对华鹰派。**还要注意的是没有达成协议或达成一项令人失望的协议的风险同样存在: 美国代表团将由贸易代表莱特希泽 (Robert Lighthizer) 率领, 这名对华鹰派当然不会轻易被说服。
- 无论如何, **我们预计两国关系仍将长期处于紧张状态,**这将对经济和市场产生影响。有关这方面的更多信息, 请参阅我们的文章[《中美关系步入未知领域》](#)。我们在其中表达的观点没有改变。



## 市场行情

数据截至 2018 年 12 月 6 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	2,695.95	-2.3%	0.8%	2.5%	21.9%
道琼斯工业平均指数	24,947.67	-2.3%	0.9%	3.3%	29.6%
纳斯达克指数	7,188.26	-1.9%	4.1%	6.1%	34.8%
罗素 2000 指数	1,477.45	-3.6%	-3.8%	-2.1%	9.2%
标普 / 多伦多综合指数	14,937.00	-1.7%	-7.8%	-6.1%	-1.2%
富时全股指数	3,674.03	-3.9%	-13.0%	-9.0%	-0.4%
欧洲斯托克 600 指数	343.31	-4.0%	-11.8%	-11.1%	-0.4%
欧洲斯托克 50 指数	3,045.94	-4.0%	-13.1%	-14.5%	-1.8%
恒生指数	26,156.38	-1.3%	-12.6%	-7.3%	15.4%
上证综指	2,605.18	0.7%	-21.2%	-20.9%	-18.6%
日经 225 指数	21,501.62	-3.8%	-5.5%	-3.0%	17.1%
印度 Sensex 指数	35,312.13	-2.4%	3.7%	8.3%	33.8%
新加坡海峡时报指数	3,115.52	-0.1%	-8.4%	-8.3%	5.6%
巴西 Ibovespa 指数	88,846.48	-0.7%	16.3%	21.3%	45.4%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	41,987.00	0.6%	-14.9%	-10.6%	-6.9%
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)	1,238.07	1.3%	-5.0%	-2.0%	5.8%
白银 (现货美元 / 盎司)	14.48	2.1%	-14.5%	-9.3%	-13.4%
铜 (美元 / 吨)	6,175.00	-0.8%	-14.3%	-5.3%	5.1%
原油 (WTI 现货 / 桶)	51.49	1.1%	-14.8%	-8.0%	1.1%
原油 (布伦特现货 / 桶)	60.28	2.7%	-9.9%	-1.5%	11.8%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	4.37	-5.2%	48.0%	49.6%	20.2%

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	2.892%	-9.6	48.7	55.3	50.3
加拿大 10 年期债券	2.084%	-18.4	3.9	22.8	44.8
英国 10 年期	1.246%	-11.8	5.6	1.8	-17.2
德国 10 年期债券	0.236%	-7.7	-19.1	-5.9	-13.7
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	3.50%	0.5%	-1.3%	-1.3%	2.4%
美国投资级企业债券	4.33%	0.6%	-3.3%	-3.1%	3.6%
美国高收益企业债券	7.19%	0.3%	0.3%	0.6%	9.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1 年期	2 年期
美元指数	96.7550	-0.5%	5.0%	3.4%	-3.7%
加元 / 美元	0.7476	-0.6%	-6.0%	-4.4%	-0.7%
美元 / 加元	1.3377	0.6%	6.4%	4.6%	0.8%
欧元 / 美元	1.1381	0.6%	-5.2%	-3.5%	6.2%
英镑 / 美元	1.2784	0.3%	-5.4%	-4.5%	0.8%
澳元 / 美元	0.7235	-1.0%	-7.4%	-4.3%	-3.0%
美元 / 日元	112.7000	-0.8%	0.0%	0.4%	-1.2%
欧元 / 日元	128.2600	-0.1%	-5.2%	-3.2%	5.0%
欧元 / 英镑	0.8903	0.3%	0.2%	1.1%	5.3%
欧元 / 瑞郎	1.1302	-0.1%	-3.4%	-3.2%	4.4%
美元 / 新加坡元	1.3692	-0.2%	2.5%	1.5%	-3.6%
美元 / 人民币	6.8827	-1.1%	5.8%	4.0%	0.0%
美元 / 墨西哥比索	20.3546	-0.1%	3.5%	7.9%	-0.2%
美元 / 巴西雷亚尔	3.8821	0.4%	17.3%	20.0%	13.8%

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 12 月 6 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 0.74，表示 1 加元可兑换 0.74 美元。加元兑美元回报为 -6.0%，表示年初至今加元兑美元下跌了 6.0%。美元 / 日元为 112.70，表示 1 美元可兑换 112.70 日元。美元兑日元的回报为 0.0%，表示年初迄今美元兑日元持平。

## 作者

Kelly Bogdanova – 美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC Capital Markets, LLC

Frédérique Carrier – 英国伦敦

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

Ben Graham, CFA – 美国明尼阿波利斯

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

Carolyn Schroeder – 加拿大多伦多

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

Arete Zafiriou – 加拿大多伦多

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

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：Arete Zafiriou 和 Carolyn Schroeder 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 条规则所规范。

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。**