

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

全球投资组合顾问委员会的观点

2024 年 10 月

成功的代价很高，但不会太高

美联储终于积极减息。虽然较陡的收益率曲线反映出市场对于减息将支撑经济前景的乐观看法，但进一步的陡峭化可能是美联储将大幅度减息的讯号，很可能是由于经济衰退所致。

Thomas Garretson (特许财务分析师) | 第 4 页



本期其他内容



全球股票
支持度下降?



大宗商品
原油：预测需求下降



货币
美元/日圆急跌



主要预测

制作：东岸时间 2024 年 10 月 2 日上午 11:59；刊出：东岸时间 2024 年 10 月 2 日下午 2:00

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 24 页](#)。

RBC 财富管理提供的投资和保险产品不受联邦存款保险公司或其他联邦政府机构的保险，也不是银行或银行附属机构的存款或债务，或由银行或银行附属机构提供担保，并且存在投资风险，包括可能损失投资本金。

目录

4 每月焦点 | 成功的代价很高，但不会太高

美联储终于积极减息。虽然较陡的收益率曲线反映出市场对于减息将支撑经济前景的乐观看法，但进一步的陡峭化可能是美联储将大幅度减息的讯号，很可能是由于经济衰退所致。

10 全球股票 | 支持度下降？

目前股市的升势可能还会持续。然而，情绪和估值这 2 项指标所提供的支持远远不及 2 年前，所以就更加需要采取审慎、观望的态度。

市场方面

3 RBC 的投资立场

12 地区股市观点

16 地区固定收益观点

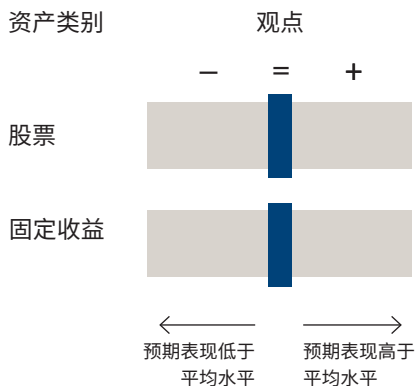
20 大宗商品

21 货币

22 主要预测

RBC 的投资 立场

全球资产类别观点



(+/-/=) 代表全球投资组合顾问委员会对未来 12 个月的投资观点。

+ 看好：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能高于平均水平。

= 持平：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能维持平均水平。

- 看淡：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源——RBC 财富管理

股票

- 随着越来越多的央行从加息转为减息（其中最显著的是美联储），主要股票指数与全球指数一起均升至历史新高，包括标普 500 指数、加拿大 TSX 指数、STOXX 欧洲 600 指数。
- 市场人士对美国经济软着陆的乐观情绪高涨，也是造成股市上涨的原因之一。尽管经济衰退的风险仍然存在，RBC 全球资产管理有限公司首席经济学家 Eric Lascelles 将未来 12 个月的衰退概率从 40% 调低至 30%。只要经济保持韧性，标普 500 指数的利润今年似乎会有 2 位数的增长，明年则会进一步上扬。
- 中国最近推出的多方面刺激方案，为全球增长增添另一乐观因素，不仅提振新兴市场股票，亦刺激与中国有收入关系的发达市场股票。
- 我们对美国及全球股市维持“市场比重”的立场，并继续看好优质派息股，其估值受盈利增长前景支持。

固定收益

- 彭博全球综合债券指数的平均收益率在 2024 年 4 月达到高位 4.1% 后，于 9 月降至约 3.3%，全球债券收益率已跌至本年度的最低水平。多国央行已采取措施，透过减息放宽货币政策，美联储也跟着在 9 月政策会议上减息 50 个基点，幅度大于预期。我们仍预期各主要央行今年将进一步减息。
- 全球通胀压力在年初短暂上扬后持续改善，让各国央行得以展开货币政策宽松周期，但其重点正逐渐从通胀转移到经济增长与就业市场的忧虑。我们大致上仍建议固定收益投资者在全球宽松周期中延长存续期，但在近期因预期全球宽松而导致收益率大幅下跌后，可能需要一些耐心。
- 在收益率仍高于数十年平均水平的环境下，我们重申对美国固定收益维持在市场比重。全球而言，我们倾向于主权债券而非公司债券，因为与未来经济风险高企相比，公司债券的估值仍然较高。

每月
焦点



Thomas Garretson
(特许财务分析师)

美国明尼阿波利斯

thomas.garretson@rbc.com

成功的代价很高 但不会太高

美联储终于采取积极行动，下调利率，从而扭转了自2022年2月以来一直存在的收益率曲线倒挂现象。虽然较陡峭的收益率曲线反映出市场对于减息将支撑经济前景的乐观看法，但我们认为进一步陡峭化可能会被视为美联储将大幅减息的讯号，很可能是为了应对经济衰退。

美联储终于加入少数几家全球央行的行列，下调利率，以作为对2022年达到顶峰后显著改善的全球通胀浪潮的回应。

为了应对全球通胀浪潮，到2023年中期，美联储已将利率提高至2007年以来美国最高水平，并保持有记录以来最长的加息周期之一，这可能导致经济放缓。不过，根据市场的反应，美联储在9月主动减息50个基点，而且幅度超大，加上有迹象显示美联储还会继续减息，因此即使市场忧虑仍在，美联储的减息应能提振经济前景。

RBC全球资产管理有限公司的首席经济学家 Eric Lascelles 也看好美联储的行动，将未来12个月内出现衰退的机率从先前的40%调降至30%。他指出：

- 美联储将政策利率下调50个基点，这不但支撑了经济，并发出讯号，表示如果经济不稳，美联储可能会继续快速行动。
- 过去6周的经济数据已有所改善，ISM服务业采购经理指数回升至50以上（显示经济活动扩张）、失业率下降、申领失业金人数稳步回落、零售业销售出乎意料地录得理想成绩，而根据亚特兰大美联储的GDPNow模型，第3季GDP年化增长率强劲，达到3.1%。
- 信贷市场的压力似乎不大。信贷利差收窄，房屋贷款利率下降，银行贷款标准放宽。
- 油价下跌进一步支持经济增长，也降低通胀重燃的风险。

尽管如此，美国经济（尤其是就业市场）的下行风险仍未完全消散，我们预期美联储近期将进一步超大幅度减息。

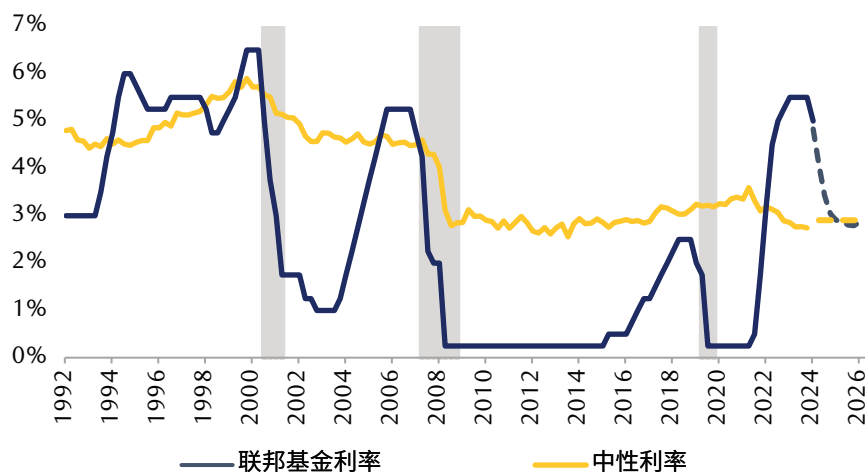
成功的代价

当前大幅降息，之后再小幅降息

美联储可能已经汲取了 2022 年加息周期的教训，一开始就减息 50 个基点。在 2022 年 3 月，美联储以标准加息 25 个基点揭开序幕，但很快就不得不改为加息 50、75、75、75、75 和 50 个基点的较大幅度加息，以赶上不断上升的通货膨胀。之后，他们以一连串 25 个基点的加息来完成这个周期，并于 2023 年 7 月结束。

因此，这种起步缓慢的风险，以及可能落后于经济降温的风险，或许已纳入美联储的考量，也是我们相信至少会再有数次大幅减息的原因。如下图所示，市场预期利率将迅速回到较为中性的水平，也就是说，对经济增长与通货膨胀而言，既非限制性也非刺激性的水平，美联储目前判断中性利率约为 3%，仍是历史上较高的水平。

市场预期利率将迅速回到“中性”水平



虚线表示市场预期联邦基金利率的走势以及美联储估计的中性利率（政策利率高于中性利率被视为限制经济增长；低于中性利率被视为支持经济增长）。阴影区域表示美国经济衰退。

资料来源——RBC 财富管理、纽约联邦储备银行、彭博；截至 2024 年 9 月 24 日的数据

由于所有的目光都集中在就业市场，消费者对就业市场的情绪仍在恶化，这也支持了我们的观点，即美联储今年可能至少会再减息 50 个基点。如下图所示，在美国经济谘商局 9 月的调查中，有 18% 的受访者表示工作“难找”，较年初时的 11% 为高。过去 30 年来，这项调查与官方失业率的相关度高达 90%，显示失业率可能会进一步攀升。

考虑到就业市场状况，额外减息的门槛可能相对较低。在 9 月的政策会议上，美联储预测今年将减息 100 个基点，是基于失业率将略为上升的假设，从 4.2% 升至 4.4%。如果失业率上升得较快，美联储也可能会较快地减息。在 11 月 6-7 日的会议之前，还将有 2 份《薪资报告》发布，这些数据将是决定美联储下一步行动的关键。

成功的代价

消费者持续认为美国就业市场疲弱



“工作难找”是指在美国经济谘商局每月的消费者信心调查中，持这种观点的受访者所占的比例。阴影区表示美国经济衰退。

资料来源——RBC 财富管理、美国劳工统计局、美国经济谘商局；截至 2024 年 9 月的数据

重点是，美联储需要快速行动，让政策利率更接近“中性”水平。我们认为，谨慎地将利率调整至“中性”水平的时机将会稍后到来。

成功的代价很高，但不会太高

收益率曲线可能是经济前景最重要、最可靠的市场讯号之一。既直观，又简单。短期利率受美联储控制，而长期利率则主要受市场人士影响，一般反映市场对经济增长和通胀的预期。

当曲线倒挂时，就像直到最近为止的情况一样，这是市场的讯号，表示政策利率正限制经济活动和通货膨胀。反之，市场则判定美联储的政策利率为刺激经济增长和通货膨胀。

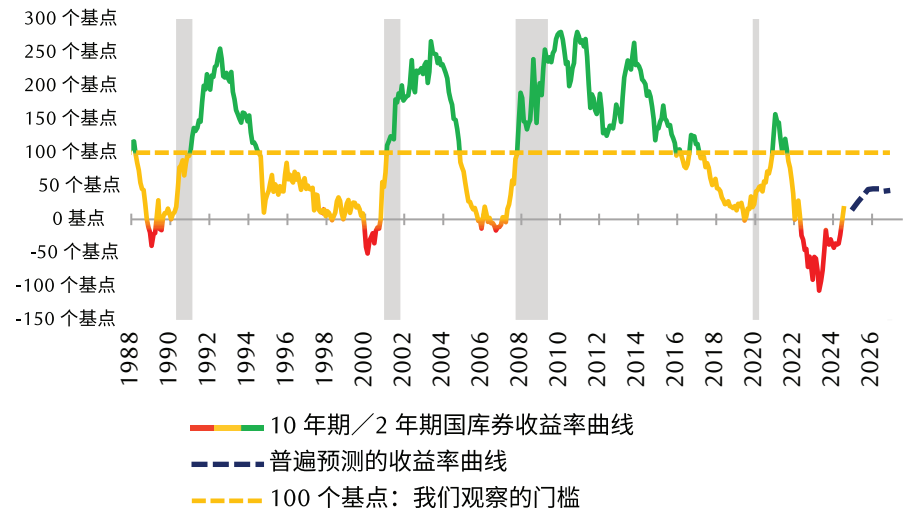
对于仍对经济衰退风险保持警惕的投资者而言，这可能是值得关注的指标。没有严格的规则——这可能听起来很好——但是从过往纪录看，一旦收益率曲线陡峭到 100 个基点以上，紧接着的就是经济衰退。直观上看，这种差距的扩大，是因为 2 年期国库券收益率急剧下降，超过长期收益率，因为市场预计美联储将大幅减息以应对经济衰退。

但美联储能否取得平衡？在美联储减息后，收益率曲线保持平稳并维持一段时间的时期只有一次，那是在 1990 年代中期到后期。目前的利率预测表明，收益率曲线将保持在“Goldilocks 区间”。这意味着，收益率曲线将足够陡峭，为经济提供一定支持，同时不会增加通胀风险，但也不会陡峭到美联储因经济衰退而需要减息。

成功的代价

倒挂的结束

10年期/2年期国库券收益率曲线在一段时间的深度倒挂后回归正值，可能会产生重大的经济影响



阴影区表示美国经济衰退。

资料来源——RBC 财富管理, 彭博

固定收益投资组合策略

央行官员可能刚开始减息，但在市场看来，减息似乎已经结束了。

市场通常会对未来进行定价，这是很常见的。目前的情况是，市场对 2025 年之前进一步减息 200 个基点已有充分预测，这在很大程度上已反映在债券价格和收益率上。

下一页的图表显示，大多数固定收益投资在过去 1 年都有不错的表现，尤其是在 4 月，当时 10 年期国库券收益率达到 4.7%。自此之后，最低跌至 3.6%。随着收益率下降，债券价格上涨，加上赚取的票息，最近带来了强劲的总回报。

过去几个月，我们一直在敦促投资者退出现金及/或短期债券，转而在美联储减息之前，透过较长的存续期锁定收益率。

彭博美国综合债券指数在过去一年上涨了 8%，而这一年是标普 500 指数表现强劲的一年。高收益公司债券正处于有纪录以来最好的表现之一，部分反映出投资者对美联储（至少目前）已经摆脱经济衰退风险的乐观看法。

不幸的是，对于固定收益投资者来说，债券市场的大部分收益已经实现。要想从债券市场获得更多收益，市场可能需要开始预期美国经济出现重大衰退的风险增加，但我们目前并不这么认为。

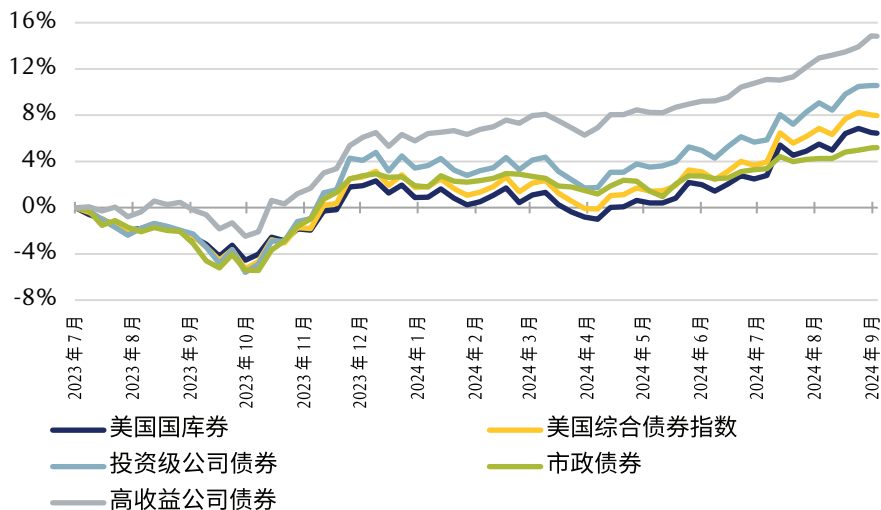
成功的代价

因此，在我们看来，相对于逢低买入债券或收益率提高、逐步延长债券的存续期，以及在债券的配置上保持中性，这一策略并不那么令人兴奋，因为当前几乎没有明显有吸引力的选择。

由于信贷市场较往常昂贵，我们仍偏好投资于优质债券。即使在最好的经济情况下，我们认为投资级债券等板块的表现可能仅与美国国库券持平，因此我们更倾向于选择国库券，因为一旦出现经济衰退，国库券可以为投资组合提供下行保护和资本保值。

债券在过去 12 个月表现强劲

自上次美联储加息（2023 年 7 月）以来的市场表现



资料来源——RBC 财富管理、彭博；国库券以彭博美国国库债券指数为代表，公司债券以彭博美国公司债券指数和美国高收益公司债券指数为代表，市政债券以彭博市政债券指数为代表；截至 2024 年 9 月 23 日的的数据

对消费者利率的影响

最后，美联储减息的实际意义是什么？如前所述，由于投资者预期美联储将持续减息，国库券收益率已经连续数月下跌，因此，美联储接下来的措施只是继续减息。换句话说，市场利率已将未来大部分的减息计算在内，消费者利率应在未来几个月逐渐反映出来。

例如，30 年期房屋贷款利率基本上是以 10 年期国库券收益率来定价的。4 月 25 日，10 年期国库券收益率为 4.7%，而 30 年期房贷利率平均为 7.6%，分别创下 2024 年的高位。此后，两者分别下降约 90 个基点至 3.8% 和 6.7%。

那么，房贷利率将何去何从？有两件事情需要考虑：10 年期国库券收益率本身，以及其与 30 年期房屋贷款利率之间的利差，目前约为 300 个基点。

成功的代价

根据彭博9月的分析师调查，10年期国库券收益率明年初将降至3.7%，到2025年底将降至3.6%。如果利差保持平稳，房屋贷款利率可能已达到近期低位。

但利差又如何呢？房屋贷款利率较10年期国库券收益率高出300个基点，是历史上最昂贵的利率。在新冠疫情之前，该利差接近150至200个基点。原因众多，在此不一一赘述，但简而言之，我们确实看到房贷利差有一定的缩窄空间，尤其是在美联储停止缩减资产负债表的情况下，我们认为2025年稍后时间很有可能出现这种情况。

如果收益率降低，房贷利差收窄，房贷利率的下个目标可能是6.0%，之后逐渐降至5.0%。但较低的利率可能只会在经济衰退时出现。

尚未达到目标

美联储希望一连串的减息足以避免衰退，并支持经济持续扩张。但必须指出的是，央行官员总是希望宽松周期能这样发展，只是很少有这样的情况发生。

尽管我们对美联储的积极主动感到鼓舞，并认同软着陆仍然存在的观点，但我们必须意识到，在经历激进的加息周期之后，上次加息与第1次减息之间相隔约14个月，经济在未来一段时间内可能会面临更多风险。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

支持度下降？

股市从 2022 年的低点开始上扬，至今已持续 24 个月。唯一值得注意的回落是 2023 年春季的 3 个月 10% 回调。此后，标普 500 指数只有一次月度收市价低于这一水平。发达经济体的股市或多或少都是如此。

不幸的是，我们无法确切知道下一次市场回调的时间。痛苦事件之间的间隔差距非常大，有时可能是几个月，也可能是几年。我们认为目前市场的升势可能会持续一段时间。然而，投资者情绪和股市估值，这两个关键因素已不像两年前那么强劲，使得市场进一步上升的支持度降低。

投资者开始对市场的高估值沾沾自喜

在 2022 年 10 月的市场低位时，多项衡量投资情绪的指标都极为悲观。在过去的 24 个月中，投资者的态度逐渐转趋乐观：看涨的情绪目前持续高于平均值，看跌的情绪则远低于平均值。尽管投资情绪尚未达到“泡沫化”或“非理性亢奋”的程度，但“自满”的情绪已经表露无遗。

估值也显示类似情况。在 2022 年 10 月的低位时，标普 500 指数的市盈率为 16 倍，略高于其长期平均值。目前股市昂贵，市盈率为今年预期盈利 \$247 的 23.2 倍（比去年高出 11.2%）。明年的市盈率预计为预期盈利 \$280 的 20.5 倍（较今年增加 13.3%）。“定价完美”可能言过其实，但“定价持续高于平均盈利增长”看来是正确评估。

股票观点

地区	目前
全球	=
美国	=
加拿大	=
欧洲大陆	=
英国	-
亚洲（日本除外）	=
日本	+

+ 看好；= 持平；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

市盈率从低迷水平回升，是一个值得欢迎的信号，显示经济前景与企业盈利增长正逐渐恢复正常。但我们认为，市盈率上升表明投资者开始相信高于平均水平的盈利增长将持续下去，但这种预期并不现实。

尽管如此，最近对过去数据的年度修订显示，过去 1 年的企业收入和利润以及消费者收入和储蓄均高于最初报告的数字。这些对美国整体经济的修正，不会改变标普 500 指数已公布的盈利，但可能会让分析师对今明两年的预估更加放心。（这些修正并未使我们的《美国经济兴衰表》中的指标回到更有利的读数）。我们不清楚这些优于报告的经济数据是否会促使美联储在即将举行的政策会议上降低减息的倾向。

消费者不乐观

我们的焦点在于美国消费（约占 GDP 的 70%）。不仅家庭对目前状况的评估较年初大幅下滑，而且在美国经济谘商局的 9 月消费者信心调查中，有越来越多的受访者表示“工作难找”，这项统计与失业率有很好的关联性。一些消费行为也反映出这些忧虑。

全球股票

房屋贷款银行家协会（Mortgage Bankers Association）的报告指出，美国的房屋贷款申请自春季以来大幅增加。然而，与购房相关的申请相对较少，而寻求现有房贷再融资的申请则激增（最近一周增长 20%），占申请总数的绝大部分。由于利率下降幅度不足以使再融资突然变得极具吸引力，我们得寻找再融资的其他理由。

用成本较低的房屋贷款来偿还成本较高的消费贷款可能是明智之举：信用卡利率现在为 23%（比 2 年前上升 9%），而汽车贷款利率已从 4% 上升至 9%。但到目前为止，我们看不到有迹象显示这种以低成本贷款偿还高成本贷款的情况正在发生。信用卡余额和汽车贷款持续增加，贷款拖欠也是如此。

因此，房贷再融资看来是为了支持现有的开支水平，而不是为了偿还债务，这是一个令人担忧的趋势，但还未到严重的地步。

我们预期美国 2025 年的 GDP 增长将放缓，或许足以引发衰退，但也许不会。央行减息几乎无处不欢迎，尤其是美联储，但货币政策是滞后的，因此这些初步减息不太可能在明年仲夏之前显示在经济活动的改善上。我们也不应指望减息本身就能阻止经济衰退：在过去 10 次经济衰退中，有 8 次在衰退开始之前，美联储就已经开始调降基准利率。

谨慎行事

回调可能看似“突然”出现。由于现时的市盈率相当高，加上投资者普遍乐观，或至少是自满，因此或有人预测回调很快就会来临。然而，我们不会这样想，因为无论哪种情况，出错的机率都很高。

尽管如此，我们还是要强调，目前还没有出现熊市（而非市场回落）的关键指标，还没有看到市场广度的显著下降。标普 500 涨跌线和标普 500 等权重指数连续创出新高，而标普 500 市值加权指数也迅速跟上。

当熊市来临时，情况会有所不同。即使少数绩优大盘股仍在推动指数达到最终峰值，但由于大多数股票都在下跌，因此涨跌线会走低。今天，这种分歧并不明显。

只要市场广度与总体平均水平“保持一致”，我们倾向于相信股票的价值。

然而，如果新一轮市场反弹出现，而广度指标却下降并进入下行趋势，那么股市可能会出现更显著、更广泛的回落。因此，我们更需要采取谨慎、观望的态度。

地区股市观点

Kelly Bogdanova

美国三藩市（旧金山）
kelly.bogdanova@rbc.com

Sunny Singh（特许财务分析师）

加拿大多伦多
sunny.singh@rbc.com

Frédérique Carrier

英国伦敦
frederique.carrier@rbc.com

Jasmine Duan

中国香港
jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee（特许财务分析师）

新加坡
nicholas.gwee@rbc.com

美国

■ 标普 500 指数在第 3 季几度回落后反弹，因为美联储自 2020 年春季以来首次减息的讯息越来越明朗。该指数在 9 月 9 日创下历史新高，也就是美联储首次减息 50 个基点的第 2 天。

■ 在未来几个月，有 3 项因素可能最能左右市场的发展趋势：(1) 公司第 3 季业绩、2024 年第 4 季的趋势，以及 2025 年的盈利预测；(2) 经济数据，特别是那些显示最有可能出现软着陆或衰退的数据；以及 (3) 美联储如何根据经济数据对进一步减息的时间和幅度作出反应。

■ 第 3 季财报季临近，根据 Refinitiv “机构经纪商预测系统”的数据，标普 500 指数成分股公司对该季度的普遍预测在过去一个月内一直稳定在每股盈利 61 美元。盈利预测通常会在财报季前下降。

■ 尽管今年发生了不同寻常且史无前例的事件，两位主要候选人之间也存在 [重大政策分歧](#)，但到目前为，总统选举活动并未对市场产生太大影响。如图所示，到目前

为止，标普 500 指数的表现远远优于 1928 年以来总统选举年平均 7.5% 的升幅。这主要归功于对经济和人工智能创新的乐观态度。在选举之前或之后看到一些波动也不足为奇。

■ 无论选举结果如何，其他因素将在塑造市场的中长期方向上扮演更重要的角色，例如商业周期的起伏、美联储的货币政策，以及产业创新。

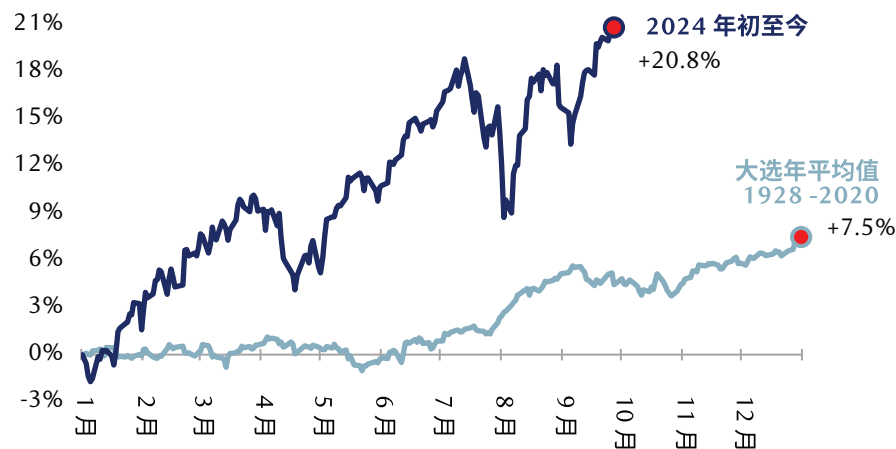
■ 我们继续建议以“市场比重”持有美国股票，这是一种建设性的配置。我们尚未看到牛市可能结束的明显迹象，但也意识到经济衰退的风险仍然存在。

加拿大

■ 加拿大经济在 2024 年第 2 季增长 2.1%，但仍不足以减缓人均负增长的趋势。家庭开支放缓，消费者将较大比例的收入用于偿债。加拿大央行继续减息的条件仍然存在，这将有助于减轻家庭受到利率上升的冲击，RBC 经济研究部认为，这应该能够支持经济在 2025 年前保持适度增长。然而，我们仍对下行风险保持警觉，并认识到低收入消费者已经面临的压

今年市场的非典型表现

标普 500 指数在总统选举年的回报



资料来源——RBC 财富管理、彭博；总统选举年的价格数据，不包括股息；2024 年数据截至 2024 年 9 月 30 日

地区股市观点

力。我们继续主张从这个角度检视股票投资组合，偏重于优质股票，并避开非必需消费品股。

■ 银行的2024年第3季财报大致上优于预期，但有一间银行的信贷亏损超出预期。在经济可能软着陆，以及信贷亏损可能达到高峰的情况下，我们认为目前估值合理。然而，我们需要进一步证据来证明信贷损失达到峰值，然后才能对该行业持更乐观的态度。

■ 我们继续看好工业股，从预期盈利增长及品牌质量来看，多间公司的估值合理。

■ 资源行业方面，贵金属矿业公司在创新高的黄金价格下表现优异。虽然难以预测，但中央银行需要分散储备，黄金仍有强大的需求。

■ 我们继续看好石油生产商的股东现金回报前景。我们认为油价可能在一定幅度内波动，地缘政治风险为油价提供下限，而过剩的产能则为油价提供上限。尽管如此，我们认为每桶70美元至80美元的价格，可提供足够的现金作为股东回报。

■ 市场中最弱的板块是电讯服务。随着现有企业争夺市场份额，2023年初开始的激烈竞争一直持续到2024年。竞争激烈、增长前景转弱、利率高企以及资产负债表杠杆率上升等，都让我们对该行业不抱乐观态度。

英国

■ 英国在2024年上半年的经济表现稳健，现在似乎正在失去动力。与上月比较，7月的GDP持平。由于9月的采购经理指数仍显示稳健增长，英国2024年的经济很有可能达到RBC资本市场预测的1.1%增长率。

■ 虽然通胀趋势走低，但仍相对坚挺，因此今年的货币政策可能会维持紧缩。8月，核心通胀率（不包括石油和食品价格）达到3.6%，而服务业通胀率（英国央行最关注的指标）仍徘徊在5.5%以上。RBC资本市场预测，央行利率在2024年底将降至4.75%，低于目前的5.0%。

■ 工党新政府开局之举是对国家财政进行大刀阔斧的改革。财政大臣强调，前任政府留下的赤字略低于GDP的1%。即将于10月30日公布的预算案很有可能包括加税，这可能会影响经济增长前景。

■ 尽管国内经济背景杂乱，但英国股市在过去6个月的表现（以美元计价）仍领先其他主要发达市场，富时综合股价指数的总回报率约为12%。英国防御性较强的行业是英国股市表现优异的关键因素，医疗保健、必需消费品和公用事业板块表现突出，这帮助英国股市近期表现优于其他市场。如果防御性股票继续领导市场，英国可能会在一段时间内继续跑赢其他市场。

■ 英国的估值仍接近历史低水平。在行业中性基础上（即根据行业偏好进行调整），英国股市市盈率远低于全球发达市场的长期中位数市盈率。

地区股市观点

■ 我们认为，估值低于其他市场同类上市公司的英国优质大型企业股，对于全球投资者而言仍不失为长期投资良机。专注于本地市场的英国股票存在一些不错的机会，尤其是那些与英国消费开支相关的股票。我们认为，这些股票将受惠于未来12个月的减息。

欧洲大陆

■ 欧洲经济增长逊于市场预期，9月的经济指标显示第3季GDP按季增长仅为0.1%。尽管经济增长疲弱，就业市场仍然非常健康，失业率为6.4%，创25年新低。如果就业市场紧张导致工资上涨，从而加剧通胀，那么减息前景可能会变得复杂。尽管如此，如果经济增长持续令人失望，欧洲央行可能会选择加快宽松步伐，因为通胀终于接近2%的政策目标。

■ 欧洲股市并不代表欧洲经济，而且在过去10年间已有显著变化。如今，欧洲公司的收入有较大比例来自区外，而非区内。我们相信，这些结构性变化及其周期性性质，使得欧洲股市最适合主动选股，而非被动投资。

■ 考虑到该地区的国内挑战，我们长期以来主张关注那些受惠于并推动全球结构性趋势的世界领先欧洲企业。例如专注于对全球经济未来至关重要的细分领域公司，或那些为可持续发展挑战提供创新解决方案的前沿公司。

■ 欧洲拥有众多公司，我们认为，这些公司将提供多年资本支出超级周期所需的设备和解决方案。该周期与电气化、回岸以及包括人工智能在内的数字化转型等结构性趋势相关的大量投资密切相关。我们在半导体制造设备、机电工程及工业气体等细分市场发现具吸引力的长期机会。此外，如果中国最近宣布推出的货币刺激措施得到进一步的财政支持，近期表现显著欠佳的中国周期股将会受惠。

■ 在其他领域，我们仍然相信欧洲的医疗保健行业，以及某些消费领域和金融业，存在具吸引力的投资机会。

英国股票估值仍然低迷

富时综合股价指数的市盈率相对于 MSCI 全球指数的市盈率



资料来源——RBC 财富管理，彭博

地区股市观点

亚太地区

■ 中国政府于9月底推出的刺激措施强于预期，令市场大感意外。中国人民银行宣布了一篮子协调政策，旨在降低利率和增加股市流动性。9月政治局会议上，最高决策官员传达了一个明确的信息：为了稳定房地产市场和支持股市，将会推出更积极的财政和货币政策。

■ 虽然许多财政政策仍有待确定，但我们认为上述措施标志着政策方向的重大转变。政治局每月开会，但是，从过往纪录看，决策官员主要在4月、7月（偶尔10月）和12月的会议上集中讨论经济状况和政策。我们认为，在9月宣布重大刺激政策，显示出支持经济的紧迫感与决心。此外，随着美联储将联邦基金利率下调50个基点，中国仍有进一步放宽政策的空间。

■ 我们对中国股票的看法转趋正面，因为这些措施应能减轻经济的系统性风险，尤其是房地产市场的风险。流动性改善应可支持中国股票估值回升。为了让市场的反弹更具持续性，我们认为稍后将会推出更多财政政策，预期这些政策将于今年稍后

及/或明年初逐步公布。盈利与经济周期高度相关的互联网股票及非必需消费品行业将受惠于此轮刺激政策。

■ 日本央行9月维持政策利率不变，符合市场人士预期。我们重申，在7月首次加息后，市场出现大幅调整，加上日本首相出现变动，我们认为立即加息的可能性仍然不大。我们认为，日本央行行长植田和男最新发表的评论指出，需要更多时间来确认经济状况，这进一步降低了在10月会议上加息的可能性。大多数经济学家目前预计日本央行将从12月起恢复加息周期。RBC资本市场预期日圆兑美元将从目前的水平略微走弱，年底时为147。

■ 长远而言，我们重申看好日本股市，因为2%的可持续通胀目标似乎近在眼前；来自友商外包和在岸外包的新投资应可为经济活动提供支持；股本回报率和股东回报因企业管治改革而有所改善；内部需求应可因高储蓄和工资进一步上涨而复苏；旅游业保持强劲；我们预期在“日本个人储蓄账户计划”改良后，国内散户流入股市的数量将会增加。

地区固定收益观点

Thomas Garretson (特许财务分析师)

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

Josh Nye

加拿大多伦多
josh.nye@rbc.com

Rufaro Chiriseri (特许财务分析师)

英国伦敦
rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡
shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling

新加坡
kennard.ling@rbc.com

在全球不确定性增加的情况下, 全球债券市场可能会继续成为投资组合的稳定器, 尤其是在央行持续放宽政策的周期中。然而, 在收益率下降的推动下, 全球债券市场反弹已经接近历史最高水平, 这可能为市场暂停奠定基础, 也可能是保持耐心的理由。有关我们的观点, 请参阅本月焦点文章《成功的代价很高 但不会太高》。

美国

■ 美联储于9月将其政策利率调降50个基点, 使目标幅度降至4.75%-5.00%。

债券因预期美联储的减息周期而上扬, 彭博美国综合债券指数在过去6个月的回报率接近6%, 是过去20年来的最佳表现之一。我们预期美联储今年将再减息75个基点, 将利率幅度下调至4.00%至4.25%, 市场已基本消化了这一预期。债券将持续表现良好, 但经过近期的反弹后, 今年余下时间的回报将较为疲弱。

■ 美联储减息预期、就业市场担忧和地缘政治因素共同导致长期国库券收益率在9月走低, 基准10年期国库券收益率跌至3.62%, 而今年最高曾达到4.70%。

固定收益观点

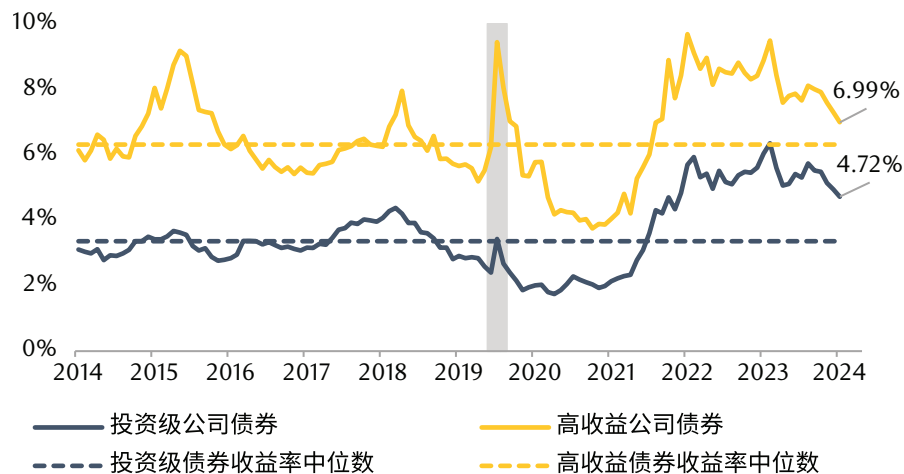
地区	政府债券	公司信贷	存续期
美国	+	-	7-10
加拿大	+	=	3-7
欧洲大陆	+	=	3-7
英国	+	=	3-7

+ 看好; = 持平; - 看淡
资料来源——RBC 财富管理

因此, 我们重新转回中性存续期, 但仍然认为长期趋势是下降的。短期内收益率可能会反弹至4.00%, 但我们可能会将这一水平或更高水平视为购买长期债券的另一个切入点。

■ 高收益公司债券的收益率已不再那么高。受国库券收益率下降和信贷利差(即隐含信贷风险的收益补偿)收紧的影响, 彭博高收益公司债券指数的平均收益率自2022年4月以来首次跌破7.0%。美联储减息提振了经济乐观情绪, 以及投资者对高风险资产的需求。投资级债券相对于国

美国公司债券收益率快速回落至历史正常水平



阴影区表示美国经济衰退。

资料来源——RBC 财富管理, 彭博美国投资级及高收益公司债券指数

地区固定收益观点

库券的价格创历史高度，仅为投资者提供0.89%的超额收益。我们维持对投资级公司债券比重偏低观点，转而看好国库券。我们对高收益公司债券持中性看法，但若指数收益率跌破6.5%，我们可能会调低投资比重，转而投资更高质量的债券。

加拿大

■ 加拿大央行自6月以来已将政策利率调降75个基点，并表示若通胀一如预期持续下降，则可能进一步减息。8月整体通胀率放缓至央行的2%目标，为2021年以来首见，但核心指标仍略高。近期加拿大央行更强调经济前景的下行风险，指出如果经济增长无法如央行预期般回升，可能会略为加快减息的步伐。最近的指标显示，第3季GDP相对于央行7月的预测可能令人失望，这为今年稍后减息50个基点提供了机会。

■ 政府债券收益率在过去5个月显著下降，原因是加拿大央行下调了政策利率，而且市场对美联储减息的预期不断升温，上月减息50个基点更是达到了高潮。期货市场目前显示，加拿大央行将于2025年底前将其政策利率降至2.5%左右，而美联储将降至3.0%左右，两者均接近“中性”利率预测。我们认为加拿大央行目前的利率是合理的，因为加拿大经济面临更多挑战，而美国利率则取决于美国经济放缓的程度是否超出美联储的预期，这可能会导致美国国库券市场出现小幅回落，从而推高加拿大的收益率。因此，我们先前对长期债券的正面看法已变得较为中性，因为长期债券在收益率下降时会受惠较多。

■ 加拿大投资级信贷利差较年初至今的低点略有扩大，但仍略低于十年平均水平。由于利润丰厚，公司能够保持支付利息的能力接近正常水平，因此，在以新债偿还旧债时，公司大多能够承受较高的借贷成本。尽管如此，鉴于加拿大经济持续面对挑战，我们仍认为承担信贷风险的报酬相对较低。我们建议短期投资者在信贷利差扩大时评估风险，因为与政府债券相比，回报可能会降低。

英国

■ 服务业通胀高企不下，可能会让英国央行持观望态度，因此预期现阶段不会出现快速减息周期。我们仍预期今年11月再减息25个基点，而市场预测为41个基点。8月的货币政策报告指出：“由于工资增长进一步减弱，预期今年的服务业CPI通胀仅会继续逐步放缓”。尽管工资增长放缓，劳工成本仍是服务业通胀的重要动力。我们预期整体通胀压力将放缓，但只是逐步放缓。如果英国央行认为10月的财政预算会导致通胀，这可能会限制2025年的政策放宽。

■ 鉴于英国央行在未来1年缩减1,000亿英镑的资产负债表，而资产销售额只有130亿英镑，我们预期这对市场的干扰极小。鉴于工党政府承诺审慎理财，我们预期10月预算案不会出现不负责任的财政措施。基于政府要透过提高生产力的投资来刺激经济，我们预期政府会增加借贷。因此，我们避免增加长存续期的英国政府债券。我们偏好投资中期英国政府债券，如果10年期债券的收益率接近4%，我们打算买进更多。然而，若收益率曲线持续陡峭，我们仍会迅速调整部署。

地区固定收益观点

■ 公司债券利差在下半年可能会维持稳定，因为新发行的债券将会减少，而且许多机构投资者和个人买家都将资金投入其中。由于盈利平稳，杠杆率保持稳定，所以尽管融资成本较高，但随着利率即将下调，我们预计情况会有所改善。过去6个月，优先金融业债券的利差似乎较为合理，而目前投资次级金融业债券可能获得较佳回报。由于预期减息在即，周期性和非周期性的行业，以及所有投资级债券都有机会。

欧洲大陆

■ 欧洲央行有可能落后于形势。虽然欧洲央行在9月暗示在10月会议上不会改变政策，但近期的通胀和经济活动数据可能会促使欧洲央行减息25个基点。我们预期12月将进一步放宽25个基点，而存款利率将达到3%，大致符合市场预期。随着年底临近，欧洲央行的争论可能会加剧，因为鹰派会更加重视黏滞的服务业通胀，而鸽派则会密切关注经济增长前景。随着奥运热潮消退，经济活动再度疲软，以法国和德国为首的制造业尤为明显。然而，较正面的是，投入价格正在下降，令消费价格相应下降。我们认为，倘若欧洲央行9月的官员预测出现增长下调，而实际增长又出现意外下行，则可能促使央行在2025年加快宽松步伐。

■ 尽管第1季欧洲政府债券发行量庞大，但市场对欧洲政府债券的需求仍然强劲，外国投资者及散户投资者的投资意愿明显上升。我们偏好希腊而非意大利，并在德国、西班牙、荷兰、欧盟和地区机构债券之间进行平衡配置。由于政治及财政的不确定性增加，我们维持对法国的比重偏低。

■ 我们预计，尽管欧洲央行持有约30%的合格公司债券，总额达1.18万亿元，但我们预计，欧洲央行减少资产负债表上的公司债券所造成的冲击将微乎其微。此外，投资者已消化上半年创纪录的3,050亿欧元债券，我们预期需求仍将强劲。我们认为，过去1季信贷利差扩大，使得以1年平均值计算的估值较为便宜，也是较好的入市点。尽管盈利增加，非金融业发行机构的杠杆比率仍有所上升；但较正面的是，融资成本正逐渐降低。因此，随着减息周期的推进，我们会选择性地投资于不同投资级别的发行机构，并平衡周期性与非周期性的投资比重。

亚太地区

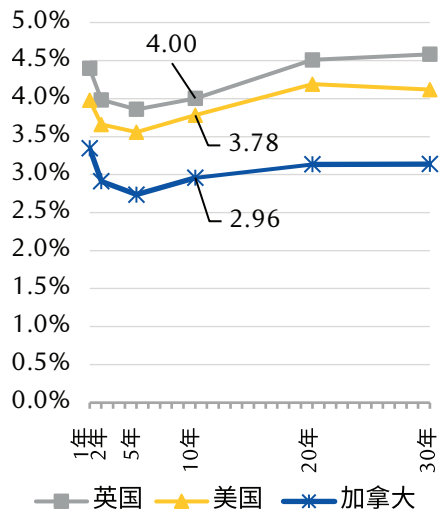
■ 我们认为亚洲债券继续提供具吸引力的机会。我们偏好投资级债券，因为较高质量的亚洲债券过往的波动较新兴市场的投资级债券为低。国内银行对这些债券的需求亦有所增加。在许多亚洲经济体中，当地企业和家庭近年来累积了极大的储蓄，使其国内银行有能力增加购买亚洲债券。我们认为，这加上美国国库债券收益率的进一步压缩，将可能推动亚洲地区债券的回报。

地区固定收益观点

■ 我们看好亚洲银行发行的债券，尤其是银行资本证券，因为它们在各个市场上都拥有强劲的资金充足率，并且在过去15年中一直保持着赎回银行资本证券的良好记录。由于韩国金融机构的不良贷款率和家庭拖欠率相对较低，而且有政府的支持措施，因此我们也看好韩国金融机构的债券。与其他亚洲市场相比，南韩市场对整体市场风险的敏感度较低，因此当市场波动性增加时，南韩市场会是一个良好的防御性投资。

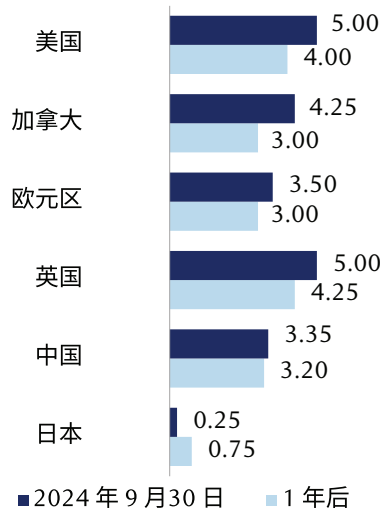
■ 中国方面，中国人民银行一直通过结构性贷款计划为房地产行业提供资金支持，但这类计划的使用率一直很低。我们预期中国房地产债券的任何反弹都可能是短暂的，而且要使该行业出现更可持续的转机，还需要在财政政策方面做更多的工作。

主权收益率曲线



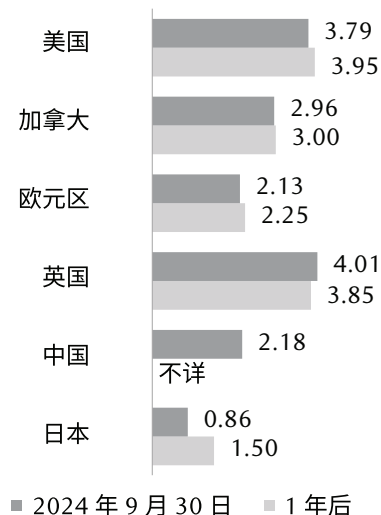
资料来源——彭博；截至2024年9月30日的数据

央行利率 (%)



资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场预测、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

10年期利率 (%)



注：欧元区以德国债券为代表。
资料来源——RBC 投资策略委员会、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

大宗商品

Matt Altro

加拿大多伦多

matt.altro@rbc.com

大宗商品预测

大宗商品	2024年 (估计)	2025年 (估计)
石油 (WTI纽约原油 每桶\$)	76	68
天然气 (每100万 BTU\$)	2.20	3.13
黄金 (每盎司\$)	2390	2835
铜 (每磅\$)	4.17	4.5
大豆 (每蒲式耳\$)	11.23	11.50
小麦 (每蒲式耳\$)	5.85	6.15

资料来源——RBC 资本市场预测 (石油、天然气、黄金和铜)、彭博普遍预测 (大豆和小麦)；
2024年9月27日的数据

原油

由于市场可能出现供应过剩，需求预期降低，油价已跌至交易区间的低端。中国的石油交付量落后于2023年的水平，最近的炼油厂使用率也有所下滑。尽管油价最近出现疲软，但RBC资本市场预测年底的WTI纽约原油油价将达到每桶\$76。



天然气

天然气价格受供需关系的影响而持续波动。空头强调库存水平高、产量大，而多头则关注战术性减产和低于平均水平的注入库存。RBC资本市场预计天然气价格将进一步走弱，并预测到年底将达到每100万BTU \$2.20。



黄金

黄金的强势一直持续到2024年下半年，RBC资本市场相信这种情况将会继续。由于投资者资金仍处于观望状态，利率仍在下降，且人们担心美国 and 加拿大经济将严重衰退，因此黄金的需求持续存在。RBC资本市场预测，到2024年底，金价将达到每盎司\$2,390。



铜

铜价较5月高位下跌近10%，因为全球经济放缓，包括中国经济增长疲软，对需求造成压力。我们认为，在年底前，很难看到短期推动铜价上涨的因素，但我们仍然看好大宗商品长期驱动因素，其中包括能源转型、电动汽车及在岸生产。



大豆

美国农业部表示，由于天气良好，大豆作物生长旺盛，68%的美国大豆田被评为优质。这反过来又提高了美国2024/2025年度的大豆产量预测，彭博普遍预测到年底将达至每蒲式耳\$11.23。



小麦

美国农业部 (USDA)，预测2024/2025年度的小麦产量将按年增长9%，为8年来最大升幅。预计全球小麦产量也将创纪录，因为生长季节的良好天气有助于作物健康生长。彭博普遍预测，到年底小麦价格将达到每蒲式耳\$5.85。



货币

Nicolas Wong (特许财务分析师)

新加坡

nicolas.wong@rbc.com

货币预测

货币对	目前汇率	2025年9月预测	变化
主要货币			
美元指数	100.78	102.24	1%
加元/美元	0.74	0.73	-1%
美元/加元	1.35	1.37	1%
欧元/美元	1.11	1.11	0%
英镑/美元	1.34	1.25	-7%
美元/瑞士法郎	0.85	0.95	12%
美元/日圆	143.63	143.0	0%
澳元/美元	0.69	0.71	3%
欧元/日圆	159.94	159.0	-1%
欧元/英镑	0.83	0.89	7%
欧元/瑞士法郎	0.94	0.95	1%
新兴货币			
美元/人民币	7.02	7.05	0%
美元/新加坡元	1.29	1.28	-1%

变化的定义是“货币对”报价中第1种货币的隐含升值或贬值。

资料来源——RBC 资本市场预测、彭博

美元：美联储将重点从通胀转向就业增长

美元指数 (DXY) 在第3季下跌约4.5%，因为投资者预计美联储将大幅减息，且央行官员的关注点从通胀转向就业增长。随着美联储开始减息周期，RBC 资本市场已下调了对美元的预测，但在没有出现更明确的衰退迹象的情况下，因此并未转为看跌。特朗普当选总统可能会带来新的关税，这对美元来说是一个上行风险。

欧元：欧元/美元汇率高于1.10

欧元/美元汇率上涨至1.11以上，主要是由于第3季美元普遍疲软，而非由欧洲的利好消息带动。欧洲制造业数据显示持续疲软，尽管服务业正在扩张，但第2季的增长仍然很低，为0.2%（按季）。RBC 资本市场预计，2025年第4季欧元/美元汇率将达到1.12，如果美国经济衰退，则可能升至1.20，而特朗普当选总统则可能带来更激进的关税政策，从而带来下行风险。

加元：美元/加元汇率从高峰下跌

加拿大央行在9月连续第3次减息25个基点，符合市场预期，该行表示未来还有进一步减息的空间。RBC 经济研究部

预计，到2025年底，加拿大央行将总共减息125个基点，与美联储的幅度接近，但由于加拿大央行在2024年已经减息3次，我们认为相对利率走势仍有利于美元，美元兑加元明年初可能进一步上涨。

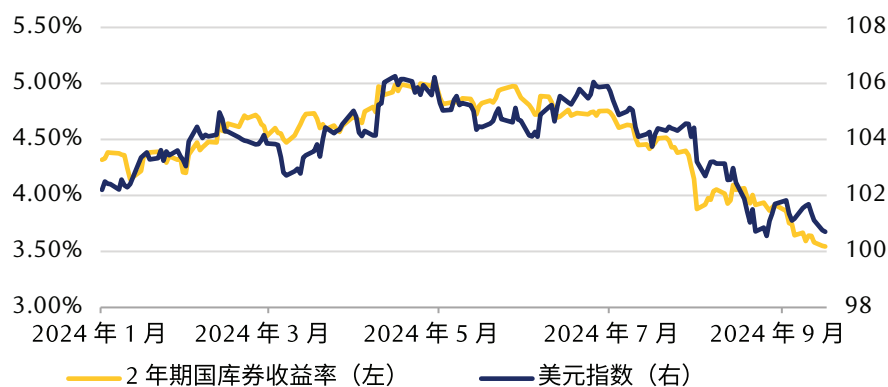
英镑：10月秋季预算是下一个催化剂

尽管英国央行在8月实施了本周期的首次减息，英镑/美元汇率仍然上涨。RBC 经济研究部预计，2024年下半年英国经济增长将会放缓，而英镑面临的下行风险大于上行风险，从过往历史来看，英镑按实际有效汇率计算仍被高估。投资者将关注10月30日的秋季预算，这是英镑面临的下一个风险事件。

日圆：美元/日圆急跌

由于预期美联储大幅减息、日本央行2次加息，以及投资者放弃一度盛行的“利差交易”（即以低利率借入日圆投资于高收益美元），导致美元兑日圆汇率在第3季从160急剧下跌至140。我们预计第4季美元/日圆将保持在140以上，但如果美联储被迫以比市场预测更快的速度减息，日圆可能会走强。

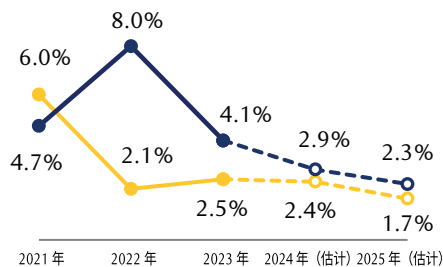
随着美联储开始其减息周期，美元指数已跌至年初至今的新低



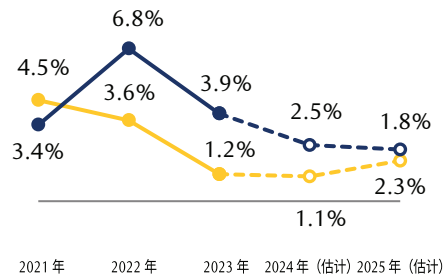
资料来源——彭博、RBC 财富管理；截至2024年9月17日的数据

主要 预测

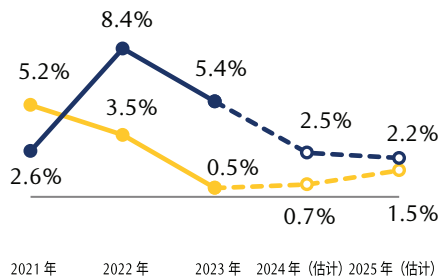
美国



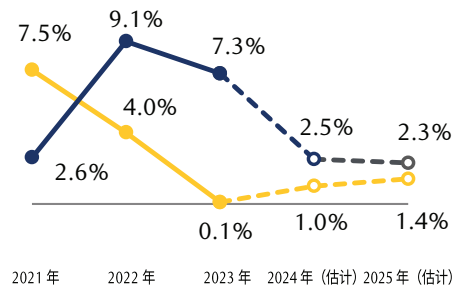
加拿大



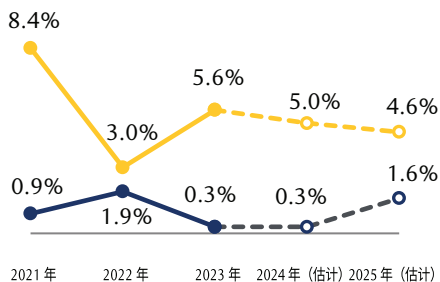
欧元区



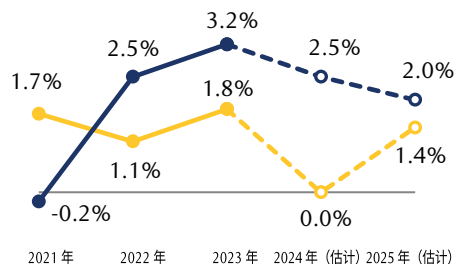
英国



中国



日本



—●— 实际 GDP 增长率

—●— 通胀率

资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理、彭博普遍预测。

研究资源

本文件是由 RBC 财富管理投资组合顾问组内的全球投资组合顾问委员会编制。RBC 财富管理投资组合顾问组，为公司的投资顾问/财务顾问提供资产配置和投资组合构建方面的支持，这些顾问负责组建包含有价证券的投资组合。

该委员会利用 RBC 投资策略委员会（RISC）制定的整体市场前景，并利用 RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场有限公司及第三方资源的研究，提供其他策略及主题支援。

RISC 由来自 RBC 内以客户为中心的各个业务部门（包括投资组合顾问组）的高级投资专业人士组成。RISC 构建全球投资展望，并制定可用于管理投资组合的具体准则。RISC 由 RBC 全球资产管理有限公司投资总监 Daniel Chornous（特许财务分析师）担任主席。

全球投资组合顾问委员会成员

Jim Allworth——联席主席

投资策略师，RBC 多美年证券有限公司

Kelly Bogdanova——联席主席

投资组合分析师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

Frédérique Carrier——联席主席

董事总经理兼投资策略主管，RBC 欧洲有限公司

Mark Bayko（特许财务分析师）——投资组合管理主管，

RBC 多美年证券有限公司

Luis Castillo——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Rufaro Chiriseri（特许财务分析师）——固定收益主管，

不列颠群岛，RBC 欧洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 财富管理投资组合顾问组

（美国），RBC 资本市场有限公司

Thomas Garretson（特许财务分析师）——固定收益高级

投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 资本市场有限公司

Patrick McAllister（特许财务分析师）——股票顾问兼投资组合管理部经理，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Josh Nye——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Alan Robinson——高级投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国股票），RBC 资本市场有限公司

Michael Schuette（特许财务分析师）——多元资产投资组合

策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

David Storm（特许财务分析师、特许另类投资分析师）——

投资总监，不列颠群岛及亚洲，RBC 欧洲有限公司

Yuh Harn Tan——全权投资组合管理兼超高净值投资方案主管，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Joseph Wu（特许财务分析师）——投资组合经理，多元资产策略，RBC 多美年证券有限公司

《全球透视》的其他作者

Matt Altro——加拿大股票助理顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Jasmine Duan——高级投资策略师，加拿大皇家银行（香港分行）

Nicholas Gwee（特许财务分析师）——投资组合策略师，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Kennard Ling——固定收益专家，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Sunny Singh（特许财务分析师）——加拿大股票投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Nicolas Wong（特许财务分析师）——外汇主管（亚洲），加拿大皇家银行（新加坡分行）

必要信息披露

分析师认证

本报告中表达的所有观点准确反映了负责分析师对主题证券或发行人的个人观点。本报告中列出的分析师的报酬与该分析师在本报告中表达的建议或观点没有直接或间接的关系。

重要信息披露

在美国，RBC 财富管理作为 RBC 资本市场有限公司的一个部门营运。在加拿大，RBC 财富管理包括但不限于 RBC 多美年证券有限公司、后者是 RBC 资本市场有限公司的外国关联公司。本报告由 RBC 资本市场有限公司编制。该公司为加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此也是加拿大皇家银行的关联发行人。

非美国分析师信息披露

其中一位或多位编撰本报告的研究分析师 (i) 未必是纽约证券交易所 (NYSE) 及/或美国金融业监管局 (“FINRA”) 的注册或符合资格研究分析师，及 (ii) 未必是 RBC 财富管理的关联人士，因此他们与目标公司通讯、公开露面及以研究分析师所持账户买卖证券方面未必受 FINRA 第 2241 条规则所规范。

如果是摘要报告 (包括 6 家或更多家公司)，RBC 财富管理可能会选择提供重要的信息披露以作为参考。如要取得现有的信息披露，客户可参阅 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以检视有关 RBC 财富管理及其关联公司的信息披露。此类资讯也可向 RBC 财富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

RBC 资本市场有限公司评级分布

就评级分布而言，监管规则规定成员公司不论公司本身的评级类别，而应将评级分为三种评级类型之一：“买入”、“持有/中立”或“卖出”。尽管 RBC 资本市场有限公司的“优于整体板块”、“与板块持平”和“逊于整体板块”与“买入”、“持有/中立”和“卖出”分别极为近似，但含意却不同，因为我们的评级是在相对的基础上确定。

评级分布——RBC 资本市场有限公司股市研究

截至 2024 年 9 月 30 日

评级	总数	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			总数	百分比
买入 [优于整体板块]	858	57.39	290	33.80
持有 [与板块持平]	599	40.07	153	25.54
卖出 [逊于整体板块]	38	2.54	3	7.89

RBC 资本市场有限公司股票评级系统说明

分析师的“板块”是指分析师提供研究报告的公司范围。因此，对特定股票的评级，仅代表分析师对该股票在未来 12 个月内的看法 (相对于分析师的板块的平均水平)。

优于整体板块 (O): 预期未来 12 个月的回报大幅高于板块平均数。**与板块持平 (SP):** 预期在今后 12 个月会与板块平均值持平。**逊于整体板块 (U):** 预期在今后 12 个月会大幅低于板块平均值。**受限制 (R):** RBC 在某些合并或重要交易以及某些情况下担任顾问时，RBC 政策禁止进行某些类型的沟通，包括投资建议。**无评级 (NR):** 由于法律、规管或政策的限制 (例如 RBC 资本市场有限公司在某公司担任顾问角色)，该公司的评级、目标价格和估计会被删除。

风险评级: 投机风险评级反映证券的财务或营运可预测性较低、股票交易量流动性较差、资产负债表杠杆率较高，或营运历史有限，导致对财务和/或股价波动的预期较高。

估值以及评级和目标价格面临的风险

RBC 资本市场有限公司在研究报告中对一家公司进行估值时，美国金融业监管局规则和纽约证券交易所规则 (已纳入美国金融业监管局规则手册) 要求说明估值的依据以及获得估值的障碍。在适用的情况下，这些信息分别包含在我们的研究报告中题为“估值”及“评级和目标价格面临的风险”的部分。

负责编写本研究报告的分析师已经 (或将要) 获得基于各种因素的报酬，包括 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的总收入，其中一部分收入是或已经是由 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的投资银行业务活动产生的。

其他信息披露

借助全国研究资料来源编写。RBC 财富管理编写本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据 (或至少部分根据) 我们的第三方研究服务代理所提供的资料编写。我们的第三方代理已授予 RBC 财富管理使用其研究报告作为原始资料的一般许可，但并未审查或批准本报告，也未被告知本报告的发表。我们的第三方代理可能会不时持有本文提及的证券的长仓或短仓、进行交易或做市。我们的第三方代理可能会不时为本报告中提及的公司提供投资银行业务或其他服务，或向其招揽投资银行业务或其他业务。

RBC 财富管理尽一切合理努力，同时向所有符合条件的客户提供研究报告，并考虑到海外司法管辖区的当地时区。在某些投资顾问账户中，RBC 财富管理或指定的第三方将担任我们客户的外包经理，并在收到本报告后为这些账户启动报告中提及的证券交易。这些交易可能在您收到本报告之前或之后发生，并可能对发生交易的证券的市场价格产生短期影响。RBC 财富管理的研究报告发布在我们的专有网站上，以确保符合条件的客户及时收到评级、目标和意见的输入和变更。销售人员可以透过电邮、传真或普通邮件进行额外的分发。客户亦可透过

第三方供应商收取我们的研究报告。请与我们的 RBC 财富管理财务顾问联络，瞭解有关 RBC 财富管理研究的进一步详情。

利益冲突的信息披露：RBC 财富管理已经在证券交易委员会作为经纪人/经銷人和投资顾问注册，提供经纪和投资顾问服务。RBC 财富管理的《管理投资研究的利益冲突政策》可浏览网站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2> 与我们的投资顾问业务相关的利益冲突，请参阅公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》。相关文件的副本可向财务顾问索取。我们保留随时修改或增补此项政策、《ADV 表第 2A 部分附件1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》的权利。

作者受雇于以下其中一间机构：美国RBC财富管理——RBC 资本市场有限公司的分部，后者为证券经纪人/经銷人，主要办事处位于美国明尼苏达州和纽约州；RBC 多美年证券有限公司——证券经纪人/经銷人，主要办事处位于加拿大多伦多；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（“证监会”）监管；加拿大皇家银行新加坡分行——持牌批发银行，主要办事处位于新加坡；RBC 欧洲有限公司——持牌银行，主要办事处位于英国伦敦。

第三方免责声明

全球行业分类标准（“GICS”），是由摩根斯坦利资本国际有限公司（“MSCI”）及标准普尔金融服务有限公司（“标普”）开发，是其专有财产及服务商标，加拿大皇家银行获准使用。MSCI、标普或任何其他参与制定或编纂 GICS 或任何 GICS 分类的各方均不对此类标准或分类（或使用此类标准或分类将获得的结果）作出任何明示或暗示的保证或陈述，所有上述各方特此明确声明不对任何此类标准或分类的原创性、准确性、完整性、适销性和特定用途的适用性作出任何保证。在不限制上述任何规定的前提下，在任何情况下，MSCI、标普、其关联公司或参与制作或编制 GICS 或 GICS 分类的第三方均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已被告知可能发生此类损害。

免责声明

本报告中包含的资讯由 RBC 资本市场有限公司分部 RBC 财富管理根据相信可靠的来源撰写而成，但加拿大皇家银行、RBC 财富管理及其关联公司或任何其他人对此类资讯的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。本报告的所有观点和推测，均为 RBC 财富管理截至本报告发布之日的判断，谨供投资者参考，不负有法律责任，如有变更，恕不另行通知。过往的表现并不代表未来的业绩，未来的回报并没有保证，原初的资本亦有可能损失。加拿大各省、美国各州以及世界上大多数国家都有自己的法律，对可以向本国居民提供的证券和其他投资产品的类型以及相关程序做出规定。因此，本报告中讨论的证券在某些司法管辖区可能不符合销售条件。本报告不是，且在任何情况下都不应被解释为，任何未依法获准在任何司法管辖区开展证券经纪或交易业务的个人或公司，在该司法管辖区以证券经纪或交易商身份进行的招揽。本报告中的任何内容均不构成法律、会计或税务建议或针对个人的投资建议。本资料供客户（包括加拿大皇家银行关联公司的客户）传阅，并不考虑任何特定人士的具体情况或需求。本报告中包含的投资或服务可能不适合您，如果对此类投资或服务的适合性有疑问，建议您咨询独立的投资顾问。在法律允许的最大范围内，对于因使用本报告或其中包含的信息而引起的或与之相关的直接、间接或后果性损失，加拿大皇家银行或其关联公司或其他人均不承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版或复制本文件的内容。在美国，RBC 财富管理作为 RBC 资本市场有限公司的一个部门营运。在加拿大，RBC 财富管理包括但不限于 RBC 多美年证券有限公司、后者是 RBC 资本市场有限公司的外国关联公司。本报告由 RBC 资本市场有限公司编制。如需更多信息，请联系我们。

美国居民：本刊物已获得 RBC 资本市场有限公司、纽约证券交易所 (NYSE)、美国金融业监管局 (FINRA)、证券投资者保护公司 (SIPC) 会员的批准。RBC 资本市场有限公司是在美国注册的经纪人/经銷人，承担本报告及其在美国分发的责任。对于任何收到本报告的美国人来说，如果您不是注册经纪人/经銷人或经銷人身份经营的银行，而您希望获得更多本报告所提到的证券资讯，或对本报告讨论到的任何证券进行交易，应与 RBC 资本市场有限公司联系并订阅。国际投资会涉及美国投资通常不会涉及的风险，包含汇率波动、国际税务、政治不稳定及不同的会计准则。

加拿大居民：本刊物已获得 RBC 多美年证券有限公司的批准。RBC 多美年证券有限公司*和加拿大皇家银行是相互独立的公司实体，但有关联。*加拿大投资者保护基金成员。®加拿大皇家银行注册商標。获许可使用。RBC 财富管理是加拿大皇家银行的注册商標。获许可使用。

RBC 财富管理（不列颠群岛）：本刊物由 RBC 欧洲有限公司和加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司发行。RBC 欧洲有限公司由审慎监管局授权，并受金融市场行为监管局（FCA 注册号码：124543）和审慎监管局监管。注册办事处：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司在泽西岛的投资业务由泽西金融服务委员会监管。注册办事处：Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands。

从加拿大皇家银行香港分行收到此资讯的人士：本文件由加拿大皇家银行香港分行在香港分发，该分行受香港金融管理局和证监会监管。本文件不得在香港向《证券及期货条例》（第571章）以及根据该条例制定的任何规则定义的非“专业投资者”分发。本文件仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。过往的表现不代表未来的业绩。警告：本文件的内容未经香港任何监管机构审核。建议投资者谨慎投资。如果您对本文件的任何内容有任何疑问，您应该寻求独立的专业建议。

从加拿大皇家银行新加坡分行收到此资讯的人士：本刊物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行是取得金融管理局资格的注册实体。本刊物不得在新加坡向非“合格投资者”和“机构投资者”（根据新加坡 2001 年证券及期货法定义）的投资者分发。本刊物仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。建议您在购买任何产品前，向财务顾问寻求独立的意见。如果您没有获得独立的意见，您应该考虑产品是否适合您。过往的表现不代表未来的业绩。如果您有任何关于本刊物的问题，请联系加拿大皇家银行新加坡分行。

© 2024 RBC 资本市场有限公司——NYSE/FINRA/SIPC 成员
© 2024 RBC 多美年证券有限公司——加拿大投资者保护基金成员
© 2024 RBC 欧洲有限公司
© 2024 加拿大皇家银行
保留所有权利
RBC1524



Wealth
Management
财富管理