



## 通胀趋于缓和，但仍在持续酝酿

Josh Nye — 多伦多

各国央行的通胀目标有望实现，但并非所有物价趋势都已恢复正常。近期上行风险和结构性价格压力显示央行官员应保持警惕。通胀问题已不像 2 年前那样令人头疼，但投资者在资产配置决策中仍应将其纳入考虑范围。

### 任务（尚未完全）达成

在供应链恢复和商品价格下降的协助下，各国央行在抑制通胀方面取得显著进展。美国、英国和欧元区的整体通胀率低于 2.5%，加拿大央行在 3 年半的时间里终于在 8 月实现 2% 的目标。央行官员现在将重点转向增长和就业市场，旨在实现软着陆。

但投资者还不会看到央行官员在通胀问题上打出“任务已经完成”的旗号。仍有一些价格压力值得关注，最显着的是住房和一些服务，通胀上行风险依然存在。还有一些结构性因素可能会导致中期通胀率保持在 2% 以上，这与 2010 年代的情况不同，当时通胀率往往达不到央行设定的目标。

### 有好、有坏，也有难以应对的一面

从 2022 年中的周期高点开始，通胀急剧放缓主要集中在商品价格上。2022 年，欧洲战争和疫情后旅游业复苏对能源价格

造成了巨大的上行压力，目前能源价格增长已经回稳。供应链问题和高涨的需求推高了食品 and 核心商品（非食品和能源）的价格，但这种情况已经有所缓解。各国央银采取收紧货币政策以降低商品需求值得肯定，但其他一些无法控制的因素也在降低通胀方面发挥了重要作用。

服务业价格尚未恢复到正常水平。非住房服务业通胀被认为是国内价格压力的良好晴雨表，已从周期高位回落，但相对于疫情前水平仍较高，特别是在美国。尽管就业市场降温，但美国工资增长仍然坚挺，事实上，近几个月工资增长略有加快。不过，由于美国经济的生产力增长强劲，因此工资大幅增加似乎也在情理之中。但加拿大的情况并非如此，加拿大的生产力发展缓慢，不断上升的劳工成本令加拿大央行感到不安。

央行官员希望失业率上升能够减轻未来的劳工成本压力。但美国和加拿大最近的罢工和巨额工资协议显示，工人希望通过提高工资来弥补因高通胀而损失的收入，这可能会使工资居高不下。

有关我们的区域分析师对本周的看法，请参阅[第 4 - 5 页](#)。

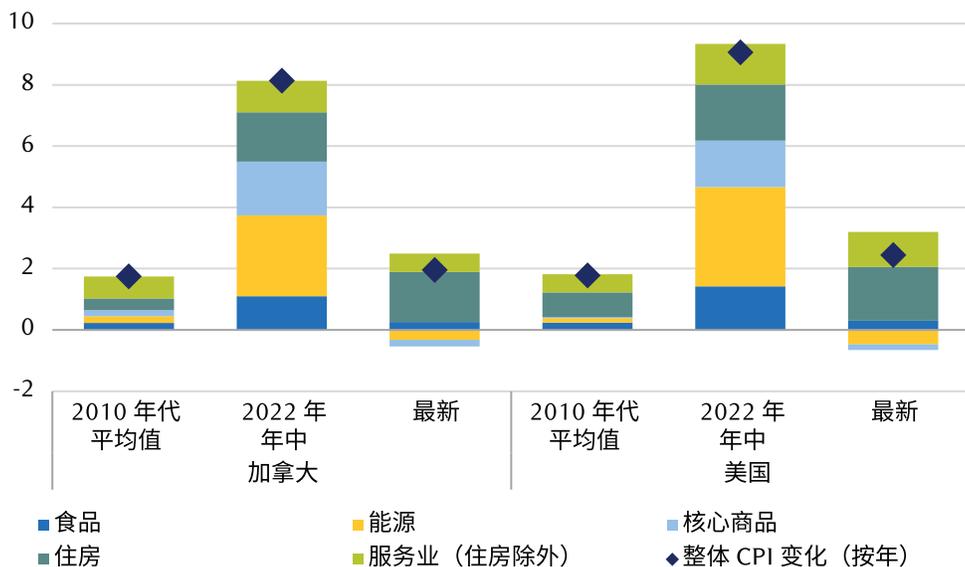
RBC 财富管理提供的投资和保险产品不受联邦存款保险公司或其他联邦政府机构的保险，也不是银行或银行附属机构的存款或债务，或由银行或银行附属机构提供担保，并且存在投资风险，包括可能损失投资本金。

有关重要信息披露、非美国分析师信息披露以及作者的联系资料，请参阅[第 7 页](#)。

除非另有说明，所有价格均为 2024 年 10 月 16 日的收市价（美元）。制作：东岸时间 2024 年 10 月 17 日下午 3:47；刊出：东岸时间 2024 年 10 月 17 日下午 3:55

## 由于商品价格下降，通胀率已从 2022 年年中的高位回落

各类开支对消费物价指数的影响（按年，百分点）



资料来源——RBC 财富管理、加拿大统计局、美国劳工统计局

由于租赁和住房市场紧张，住房通胀是持续价格压力的另一个来源。在美国，疫情期间，租金和业主等价租金（房主出租房屋所收取的费用）的上涨落后于市场租金和房价的上涨，而且放缓速度并没有像之前希望的那样快。在加拿大，租金仍在上涨，房屋贷款的利息（在美国，这不是消费物价指数的直接组成部分）也在上升，给住房通胀带来了上行压力。两国移民速度放缓可能会缓解租赁市场的压力，但有史以来的低空置率可能会导致住房通胀率难以回到疫情前的较低水平。

### 第二波迹象？

在应对服务业持续存在的价格压力的同时，各国央行还必须认识到商品价格上行风险。油价并未高于 1 年前以色列与 Hamas 战争爆发前的水平，但由于人们担心该地区冲突扩大，近期油价最近飙升。俄罗斯入侵乌克兰是导致 2022 年能源价格上涨及通胀达到高峰的关键因素，即使能源在目前的 CPI 读数中并非重要因素，但地缘政治紧张仍是通胀的主要风险。

人们将目前周期与 1970 年代的 2 次通胀浪潮进行比较。虽然这些比较有夸大之嫌，但我们必须记得，地缘政治和石油价格是 1970 年代第 2 波通胀的主要原因。

贸易政策是美国大选前另一个重要的通胀话题。近年，没有一个政党会大力推动自由贸易，但正如我们在最近一篇文章中指出，特朗普赞成加倍推行保护主义政策。根据我们最近讨论过的 RBC 全球资产管理的分析，特朗普提出的对所有进口产品征收 10% 或更高的全面关税，以及对进口产品征收 50% 或以上的关税，可能会使国内通胀率上升 0.8 个百分点。即使这些政策只落实一部分，较高的关税也可能成为美联储不愿看到的通胀难题。

除了这些短期风险外，还有一些结构性因素可能会在中长期内对通胀造成上行压力：

- 美国政府债务水平上升的**主要担忧**不是违约，而是通胀。政府开支水平高导致物价上涨，而高额债务促使政府通过通胀来抵消现有债务的价值。
- 上述关税威胁是广泛**去全球化**的一部分，在 20 年的全球化使核心商品通胀保持在较低水平之后，这可能会令物价面临上涨压力。
- 就业市场周期性紧张，导致工资上涨压力增大，而婴儿潮一代退休，限制了劳动力供应的增长，这可能是结构性因素。

上述因素都不一定会造成严重的物价冲击，但可能会导致通胀率长期高于央行目标。

### 投资组合中的通胀管理

由于中国是大宗商品的重要买家，而中国经济增长缓慢，加上G7国家持续担忧经济衰退，给通胀带来下行风险。结构性压力和上行风险不排除通胀暂时低于央行目标的可能性。虽然我们不认为投资者一定会面临另一波通胀，就像2022年出现的那样，当时股票和债券都大幅抛售，但我们认为，期待持续回到2010年代的低通胀环境未免过于乐观。

那么，投资者应该如何将通胀风险纳入资产配置决策中呢？众所周知，通胀对固定收益的影响是，消费物价上涨会降低实际

回报。债券买家可以通过购买通胀挂钩债券来规避这一风险。盈亏平衡通胀率（通胀挂钩债券的表现优于名义债券的通胀率）与CPI同步下降，为通胀对冲提供了更便宜的选择。但流动性不足（尤其是在加拿大）以及与通胀挂钩债券相关的税务问题可能会让一些投资者望而却步。

股票可以提供较好的通胀对冲，使投资者能够获得不断增长的名义收益。但正如我们在2022年所看到的那样，当高通胀的解决方案（收紧货币政策）预期会减慢经济并降低未来利润时，这种对冲效果可能会被抵消。在通胀上升时期，房地产、大宗商品和黄金等实物资产往往表现优异，但宏观背景也会影响它们的回报。

## 美国

Alan Robinson — 西雅图

- **美国股市本周表现优异**, 标普 500 指数在 10 月 14 日创下今年第 46 个新高。本周也是自 2022 年 10 月 12 日熊市低点以来的 2 周年, 市场在此期间上涨了近 64%。在牛市运行的第 2 年, 涨幅加速, 部分原因是 2024 年扭转了 9 月疲软的典型趋势 (见图)。美联储在 9 月 18 日减息幅度超出预期, 这当然有所帮助, 但经济软着陆的论调日益盛行可能是更大的推动力。
- **历史告诉我们, 这个牛市可能会持续多久?** 每个周期都不尽相同, 但据 RBC 全球资产管理称, 自 1957 年以来, 过去 11 个牛市的平均周期为略超过 5 年 (由 21 个月至 12 年不等)。由于股票估值可能过高, 预计未来几个月的波动性会加剧, 但牛市平均持续时间比熊市长 5 倍左右, 因此股票投资者应该坚持自己的投资策略。
- **2024 年第 3 季的财报季在本周正式开始, 由银行带头。** 多家银行的财报均超出市场预期, 净利息收入因短期利率降低和长期利率上升而增加。投资银行业务和股票交易收入强劲, 进一步推高业绩。RBC 资本市场有限公司金融研究部联合主管 Gerard Cassidy 认为, 经济可能软着陆, 将为银行腾出资金用于再投资和增加股东回报。
- **本周发布的经济数据印证了经济软着陆的论断。** 9 月零售额按月增长 0.4%, 略高于市场预期。核心零售额 (不包括汽油和汽车在内) 表现更为强劲, 按月增长 0.7%, 而市场预期为 0.3%。费城联储制造业指数为 10.3, 远高于市场预期的 3.0, 新订单和出货量均有稳健增长。然而, 这些数据抑制了减息的猜测, 并略为推高整个债券收益率曲线。

### 从 2022 年 10 月的低点开始, 股票收益连续多年稳好

标普 500 指数每日收市价



资料来源 — FactSet、RBC 财富管理; 数据范围 2022 年 10 月 12 日至 2024 年 10 月 16 日, 2023 和 2024 轴的比例大致相等

## 加拿大

Nguyen Dang (特许财务分析师) 及 Claudia Humbert (特许财务分析师)  
— 多伦多

- **自 2021 年初以来, 今年 9 月加拿大的通胀率首次低于加拿大央行的目标。** 整体消费物价指数 (CPI) 按年上涨 1.6%, 低于预期, 主要受汽油价格下降的推动。加拿大央行侧重的核心通胀指标 (不包括波动较大的食品和能源价格) 保持在按年 2.4%。与住房相关的类别仍然是通胀的最大因素, 但价格压力已有所下降。租金按年增长 8.2%, 低于 8 月的 8.9%, 房屋贷款利息成本按年增长 16.7%, 低于上个月的 18.8%。这是加拿大央行在本月 23 日议息之前的最后一个重要经济数据。报告发布后, 市场认为加拿大央行在通胀持续下降的情况下, 拥有更大弹性来优先考虑经济增长, 因此 50 个基点的减息概率从 50% 左右上升到 80%。此外, 加拿大 6 大银行中有 5 家的分析师目前预期会减息 50 个基点。
- **加拿大经济 9 月增加约 4.7 万个职位, 超出市场预期, 就业增长速度高于 8 月的 1 倍多。** 值得注意的是, 上个月全职就业人数增加了 11.2 万人, 创下 2022 年 5 月以来的最大增幅。兼职员工数量减少约 6.5 万人, 抵消了上述部分增长。因此, 失业率从上个月的 6.6% 下降到 9 月的 6.5%, 这是自今年 1 月以来的首次录得下降。然而, 劳动参与率 (代表就业或寻找工作的劳动年龄人口比例) 在 9 月下降至 64.9%, 是 4 个月来的第 3 次下降, 这表明较低的失业率在某程度上可以归因于找工作的人减少而未被计入失业人口之中。我们认为, 加拿大央行官员最近开始更重视增长前景和就业, 而不是通胀。就业市场状况持续疲软和增长预期不振的趋势, 似乎支持加拿大央行在接下来 2 次会议上进一步减息 50 个基点。

## 欧洲

Rufaro Chiriseri (特许财务分析师) 及 Thomas McGarrity (特许财务分析师)——伦敦

### ■ 一如市场预期，欧洲央行将利率下调 25 个基点，至 3.25%。

正如我们预期，通胀和经济增长数据下滑促使欧洲央行放宽政策，以免落后于形势。在新闻发布会上，欧洲央行行长拉加德 (Christine Lagarde) 表示，“通胀正逐渐放缓”，但表示担忧工资压力仍然强劲。尽管欧洲央行管理委员会成员对经济增长放缓的担忧加剧，但他们仍然预计欧元区会避免衰退。虽然政策声明表明，央行将采取“逐次会议考虑”的方式，但我们认为 12 月很可能再减息。市场将此次会议解读为鸽派，德国国债收益率小幅下跌，2 年期国债收益率下跌约 3 个基点。

■ **英国方面，我们认为，就业和通胀数据可能显示英国央行今年还有 2 次减息。** 9 月 CPI 通胀出人意料下滑，从按年 2.2% 下降到 1.7%，更重要的是，服务业通胀低于英国央行 8 月的预测。由于就业市场调查的回应率持续偏低，我们对失业率意外降至 4% 持谨慎态度。整体薪资增长放缓，备受关注的私人企业薪资增长放缓至 4.8%。市场对数据反应积极，2 年和 10 年期国债均出现反弹——收益率在 2 天内下降了约 17 个基点。

■ **指数重磅股 ASML 和 LVMH 的最新消息对欧洲股市造成压力。** 半导体公司 ASML 大幅下调 2025 年的业务指引，导致其股价在本周 2 天内下跌了约 20%。管理层目前预计 2025 年的收入将在 300 亿至 350 亿欧元之间，低于之前的 300 亿至 400 亿欧元。ASML 首席执行官 Christophe Fouquet 表示，下调指引反映半导体行业目前的动态，并指出：“虽然人工智能领域继续强劲发展并具有上升潜力，但其他细分市场需要更长的时间才能复苏。”他认为这种态势将持续到“2025 年”，导致客户谨慎行事，包括推迟建设新的半导体制造工厂。

■ **奢侈品集团 LVMH 股价周三下跌约 4%**，此前该公司公布的第 3 季销售额弱于预期，核心业务增长按年下降 3%，而市场普遍预期为增长 1%。管理层指出，业绩下滑的主要原因是，中国客户在中国国内和出国旅行时的消费均有所下降。

## 亚太地区

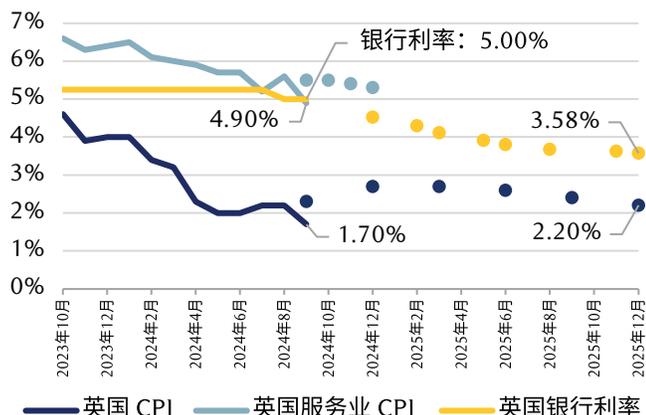
Nicholas Gwee (特许财务分析师) ——新加坡

■ **本周亚太股市普遍走低。** 北京政府上周末承诺“大幅增加”债务以重振经济。然而，缺乏具体细节使得投资者反应冷淡。中国财政部宣布，将协助地方政府解决债务问题，为低收入者提供补贴，支持房地产市场，并补充国有银行资本等措施。观察人士认为，大规模的刺激计划即将出台，但何时推出以及规模多大则尚未得悉。周四，中国宣布计划将未完工住宅项目贷款额度增加 1 倍至 4 万亿元人民币。但新额度未达到投资者预期，导致房地产开发商股价下跌。根据彭博报导，这些计划令人失望，有些分析师称这些计划为“渐进式”措施。

■ **印尼央行可能会在新政府上任后，最早于下个月重启减息周期。** 根据彭博的一份报告，许多经济学家预计 11 月将减息 25 个基点，更有一些经济学家预计，12 月的会议还会减息 25 个基点。在印尼正经历贷款增长放缓、制造业活动和消费信心下降之际，较低的借贷成本应能激励经济活动。候任总统 Prabowo Subianto 制定了 8% GDP 增长的宏大目标，几乎是 10 年平均水平 4.2% 的 2 倍。

■ **台湾方面，全球最大的晶片制造商台积电 (2330 TT) 公布第 3 季业绩超出市场预期。** 营收按年增长 39% 至 7,596.9 亿元新台币，净利润按年增长 54% 至 3,253 亿元新台币，毛利率达 57.8%。台积电预计，以美元计算，今年销售额将增长约 30%，高于先前预测的 20% 中值，并预计 2025 年资本开支将从今年的约 300 亿美元上升。

### 通胀下降速度超过英国央行预测



实线代表实际数值；圆点代表英国央行 8 月 CPI 通胀预测以及截至 2024 年 10 月 17 日市场隐含的未来银行利率。

资料来源——彭博、英国央行

## 市场 成绩表

股票（当地货币）	水平	月初至今	年初至今	1年	2年
标普 500 指数	5,842.47	1.8%	22.5%	33.6%	63.1%
道琼斯工业平均指数	43,077.70	1.8%	14.3%	26.8%	45.4%
纳斯达克指数	18,367.08	1.4%	22.4%	35.4%	78.0%
罗素 2000 指数	2,286.68	2.8%	12.8%	30.9%	35.9%
标普/多伦多综合指数	24,561.20	2.5%	17.2%	25.2%	34.0%
富时综合股价指数	4,551.77	-0.1%	7.6%	10.7%	21.7%
STOXX 欧洲 600 指数	519.60	-1.6%	8.5%	15.4%	32.8%
欧元 STOXX 50 指数	4,908.71	-3.1%	8.6%	18.3%	45.2%
恒生指数	20,286.85	-1.7%	19.0%	15.0%	22.3%
上证综合指数	3,202.95	3.7%	7.7%	4.2%	4.3%
日经 225 指数	39,180.30	-1.6%	17.1%	23.8%	44.6%
印度指数	81,501.36	-4.8%	12.8%	23.2%	40.7%
新加坡海峡时报指数	3,590.62	0.5%	10.8%	13.5%	18.1%
巴西指数	131,749.72	-0.7%	-1.8%	13.1%	17.6%
墨西哥指数	52,503.03	-0.5%	-8.5%	5.4%	15.5%
政府债券（基点变化）	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美国 10 年期国库券	4.016%	26.6	13.7	-69.0	-0.2
加拿大 10 年期债券	3.098%	14.1	-1.2	-93.5	-39.0
英国 10 年期债券	4.064%	8.7	52.7	-41.7	-27.1
德国 10 年期债券	2.184%	5.1	16.0	-60.1	-16.2
固定收益（回报）	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美国综合债券	4.47%	-1.4%	3.3%	11.1%	12.6%
美国投资级公司债券	4.89%	-1.0%	4.4%	14.1%	19.2%
美国高收益公司债券	7.18%	-0.2%	7.7%	16.3%	26.9%
商品（美元）	价格	月初至今	年初至今	1年	2年
黄金（现货每盎司\$）	2,674.03	0.6%	29.6%	39.3%	62.6%
白银（现货每盎司\$）	31.70	0.4%	33.2%	40.2%	73.4%
铜（每公吨\$）	9,386.71	-4.7%	10.9%	18.6%	22.7%
石油（美国原油现货每桶\$）	70.58	3.5%	-1.5%	-18.6%	-17.6%
石油（欧洲原油现货每桶\$）	74.36	3.3%	-3.5%	-17.1%	-18.8%
天然气（每100万BTUS）	2.38	-18.0%	-5.4%	-23.5%	-63.1%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指数	103.5500	3.2%	2.2%	-2.5%	-8.6%
加元/美元	0.7271	-1.7%	-3.7%	-1.0%	1.0%
美元/加元	1.3753	1.8%	3.9%	1.0%	-1.0%
欧元/美元	1.0859	-2.7%	-1.6%	2.8%	11.7%
英镑/美元	1.2987	-2.9%	2.0%	6.3%	16.2%
澳元/美元	0.6666	-3.4%	-2.1%	5.1%	7.5%
美元/日圆	149.6500	5.2%	6.1%	0.1%	0.7%
欧元/日圆	162.5100	2.3%	4.4%	2.9%	12.4%
欧元/英镑	0.8362	0.2%	-3.5%	-3.3%	-3.9%
欧元/瑞士法郎	0.9398	0.2%	1.2%	-1.1%	-3.9%
美元/新加坡元	1.3137	2.6%	-0.5%	-3.9%	-7.9%
美元/人民币	7.1196	1.5%	0.3%	-2.6%	-1.0%
美元/墨西哥比索	19.9044	1.1%	17.3%	11.3%	-0.9%
美元/巴西雷亚尔	5.6632	4.2%	16.6%	12.3%	6.3%

股票回报不包括股息（巴西指数除外）。债券收益率以当地货币计算。铜指数和美国固定收益回报为截至周二收市的数据。美元指数衡量美元兑 6 种主要货币的汇率。汇率按市场惯例（加元/美元除外）。货币回报以每对中的第一种货币报价。

举例说明如何理解货币数据：加元/美元 0.72，表示 1 加元可兑换 0.72 美元。加元/美元回报率 -3.7%，表示加元兑美元年初至今下跌 3.7%。美元/日圆 149.65，表示 1 美元可兑换 149.65 日圆。美元/日圆回报率 6.1%，表示美元兑日圆年初至今上升 6.1%。

资料来源——彭博；2024 年 10 月 16 日的数据

## 作者

### Rufaro Chiriseri (特许财务分析师) —— 英国伦敦

rufaro.chiriseri@rbc.com; RBC 欧洲有限公司

### Nguyen Dang (特许财务分析师) —— 加拿大多伦多

nguyen.dang@rbc.com; RBC 多美年证券有限公司

### Nicholas Gwee (特许财务分析师) —— 新加坡

nicholas.gwee@rbc.com; 加拿大皇家银行 (新加坡分行)

### Claudia Humbert (特许财务分析师) —— 加拿大多伦多

claudia.humbert@rbc.com; RBC 多美年证券有限公司

### Thomas McGarrity (特许财务分析师) —— 英国伦敦

thomas.mcgarrity@rbc.com; RBC 欧洲有限公司

### Josh Nye —— 加拿大多伦多

josh.nye@rbc.com; RBC 多美年证券有限公司

### Alan Robinson —— 美国西雅图

alan.robinson@rbc.com; RBC 资本市场有限公司

## 信息披露及免责声明

### 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

其中一位或多位编汇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 条规则所规限。

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。

推荐历史图表中提及的推荐清单，可能包括由 RBC 财富管理或其关联公司维护的一个或多个推荐清单或模型投资组合。RBC 财富管理的推荐清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)、指导性投资组合：美国预托证券 (RL 10) 及指导性投资组合：所有市值增长 (RL 12)。缩写 “RL On” 表示证券被列入推荐清单的日期。缩写 “RL Off” 表示证券从推荐清单中删除的日期。自 2023 年 4 月 3 日起，美国 RBC 财富管理的季度报告将作为其模型投资组合的主要沟通方式，并将重点介绍该季度对模型投资组合所做的任何更改。

## RBC 资本市场评级分布

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 资本市场股票研究

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)。

**评级：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/经销人和投资顾问注册，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/经销人，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/经销人，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。

### 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值证券的投资组合。该委员会利用 RBC 投资策略委员会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。

### 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

本报告中包含的信息由 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信息的准确性、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会损失。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）参阅，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

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复制或翻印本文件的内容。如需更多信息，请联络我们。

**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/经销人，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/经销人或以经纪人或经销人身份经营的银行，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标。获许可使用。RBC 财富管理是加拿大皇家银行的注册商标。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  
 RBC1253



Wealth  
Management  
财富管理