

反弹的现实

Kelly Bogdanova——三藩市（旧金山）

对美国股市来说，这几乎是史无前例的连胜。但是，在这种令人兴奋的气氛中，投资者应该谨记一些挥之不去的风险。本文将深入探讨这些问题，以及为什么在美国股市中持有“市场比重”适合平衡风险和机遇。

近期美股涨势有多好？在如此短的时间内，就上升的幅度而言，美股正在接近顶峰。

自 2023 年 10 月低点以来，标普 500 指数已飙升 25.3%。

根据彭博情报的数据，2023 年第 4 季和今年第 1 季的 22.5% 涨幅位列过去 75 年来最强劲的 6 个月涨幅的前 5% 之列。

但从过去几年的情况来看，情况并不那么乐观（见图）。自 2022 年 1 月达到峰值以来，标普 500 指数仅上涨了 7.6%。

前事不忘

美股在 2022 年和 2023 年的大部分时间挣扎时，经常受到通胀问题（及与之相关的美联储大幅加息和国库券收益率上升）以及经济衰退风险上升的困扰。重要的是，期间部份时间盈利增长也出现下滑。

过去 6 个月，这些不利因素已基本消退。

但实际上，阻碍 2022 年和 2023 年业绩表现的风险从未真正消失。最近公布的消费通胀数据强于预期正凸显了这一点。

标普 500 指数从近期低点强劲反弹，但自 2022 年 1 月高峰以来仅上涨 7.6%



资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2024 年 4 月 10 日的的数据

鉴于标普 500 指数位于 5,200 点水平附近，我们认为谨慎的做法是专注于 3 个挥之不去的风险：

- 通胀可能持续或上升，
- GDP 增长可能减速，以及
- 中东和东欧持续不断的地缘政治和军事冲突可能扩大。

有关我们的区域分析师对本周的看法，请参阅[第 3-4 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 6 页](#)。

价格 (美元) 截至 2024 年 4 月 10 日收市 (除非另有说明)。制作：东岸时间 2024 年 4 月 11 日下午 6:23；刊出：东岸时间 2024 年 4 月 11 日下午 6:30

通胀：斗争尚未结束

RBC 资本市场指出，3月整体和核心消费物价指数高于预期并非通胀方面的唯一警号。

3月的通胀压力十分广泛。消费通胀篮子中半数以上的项目都出现上涨。此外，物价在连续8个月按月下降后有所回升。

3月的消费物价指数报告，加上今年早段其他通胀趋势恶化，促使 RBC 资本市场对今年美联储减息的预测从3次（每次25个基点）下调至仅1次，而且认为减息会在12月，即美国总统大选之后。

至于明年，RBC 资本市场仍然预测只有2次减息（一次在1月，另一次在3月）。在这种假设下，美联储将在4.75%的目标利率水平上停止减息，这比1990年以来4次主要减息周期的水平要高得多。

我们认为，股市对美联储在2024年的减息次数并不特别敏感。但是，如果美联储最终像 RBC 资本市场目前预测的那样，在整个减息周期内只减息75个基点，市场便要作出调整，因为目前市价反映不止3次减息。

GDP：边际增长不会产生边际影响

彭博对2024年GDP增长的普遍预测已从2023年中的0.6%大幅上调到目前的2.2%，而RBC资本市场预计，2024年的GDP增长将超过这一水平。去年下半年GDP远高于趋势、基本就业指标强劲，以及年初至今的制造业数据不断改善，都支持2024年GDP增长可能超过2.0%的观点。

过往纪录显示，GDP年增长率超过2.0%时，标普500指数的升幅颇大。根据RBC资本市场“美国股票策略”的研究，当GDP年增长率介于2.1%到4.0%之间时，该指数的年回报率中位数升至11.8%。

但当GDP处于0.1%至2.0%的较低增长区间时，股市往往下跌，标普500指数的年回报率中位数跌6.6%。如右表所示，在RBC资本市场划分的4类GDP增长中，标普500指数在这一类别中的表现最为疲弱。

如果今年稍后GDP增长大幅放缓（根据领先经济指标，不能排除这种可能性），我们认为股市可能会有一些颠簸。

1947 - 2023 年间标普 500 指数在 GDP 不同增长环境下的回报率

GDP 增长缓慢时期（0.1% - 2.0%）最容易出现低回报率

实际 GDP 增长率	年数	年回报率中位数	回报幅度
< 0%	11	23.5%	-29.7% 到 +45.0%
0.1% 到 2.0%	9	-6.6%	-38.5% 到 +9.5%
2.1% 到 4.0%	30	11.8%	-14.3% 到 +34.1%
> 4.1%	27	12.4%	-17.4% 到 +31.0%
全部年份 (1947-2023)	77	10.8%	-38.5% 到 +45.0%

资料来源——RBC 资本市场“美国股票策略”、RBC 财富管理、Haver Analytics、标准普尔；价格回报，不含股息

另外，有人可能会认为，当GDP负增长时，市场表现强劲有悖常理。但是，如果把时间拉后一些，并考虑到整个衰退时期，标普500指数在负增长时期的年回报率中位数达23.5%是有道理的。与其他3个GDP增长类别不同，衰退期往往在市场出现抛售之后（之前好几年的跌幅中位数为9.7%）。股市通常在衰退前和衰退初期出现下跌。而在美联储减息的支持下，股市往往会在经济衰退中途（即在经济阴霾散去之前）触底。

地缘政治：原油关系

股市面临的另一个风险，是中东和东欧的军事冲突以及与之相关的地缘政治紧张局势可能会扩大。

股市向来能迅速消化军事冲突和相关升级。在二战以来发生的19次重大事件中，标普500指数平均下跌6.3%，但随后又在短短29个交易日内回升至平均水平。然而，当油价持续上涨时，市场和经济往往会陷入更大更长期的困境。

保持平衡

正如我们在近期对标普500指数2024年盈利潜力的[评估](#)中所述，只要经济保持韧性，不出现更多的负面通胀发展，且美联储倾向于减息，我们仍然认为今年股市仍有进一步上升的空间。

关于投资组合中的股票配置，我们建议要平衡多方面的风险和因素，即在通胀持续高企或上升，以及GDP增长放缓进入低迷阶段所带来的风险，与美国经济可能避过此类风险并保持韧性之间取得平衡。我们会继续以市场比重持有美股。

美国

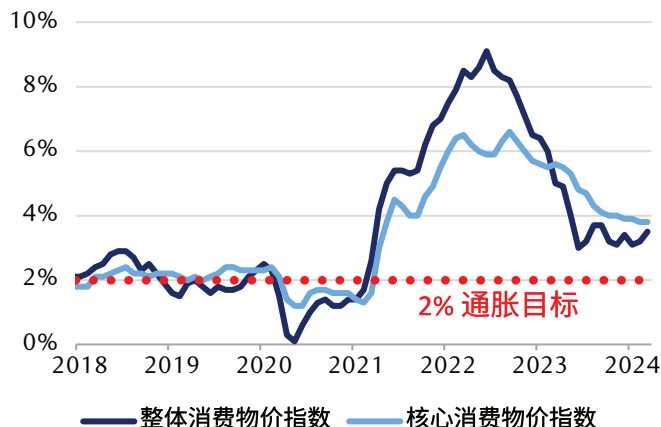
Tyler Frawley (特许财务分析师) — 明尼阿波利斯

■ **美国3月的通胀率高于预期。**根据美国劳工部的数据，3月的整体通胀率为3.5%（以消费物价指数衡量），高于彭博普遍预期的3.4%，也高于2月的3.2%。同样，核心通胀率（不包括波动较大的食品和能源价格）为3.8%，略高于普遍预期的3.7%，与2月持平。通胀意外上升令人担忧，因为整体通胀现已连续2个月上升，而核心通胀的下降速度继续放缓——这显示美联储实现2%目标通胀的道路可能会很艰难，过程比最初预期的要慢。因此，市场已将2024年的美联储基金利率下调预期，从报告发布前高达整整1个百分点，下调至大约半个百分点。此外，RBC资本市场将12月的减息预期降至只减息1次25个基点（之前预计今年减息75个基点）。

■ **由于3月通胀高于预期，美国股市本周大部分走低。**纳斯达克综合指数的相对表现最佳，小幅上升0.10%。标普500指数的表现优于道琼斯工业平均指数，但两者均下跌，分别下滑0.76%和1.43%。通胀报告公布后，国库券收益率飙升，10年期国库券收益率上升超过20个基点至4.57%，而1年期国库券收益率则上升超过10个基点至5.17%。收益率的飙升延续年初以来的情况，2024年10年期收益率和1年期收益率目前分别上涨了70个基点和39个基点。

■ **自年初以来，2024年第1季的盈利增长估计呈下降趋势。**FactSet估计，随着第1财报季节将于本周开始，华尔街分析师现在预计，标普500指数成份股公司的按年盈利增长为3.2%，低于2024年初预计的5.6%。尽管增长预期有所放缓，但预计2024年第1季将标志着该指数连续第3季实现增长。根据FactSet，从行业看，公用事业和资讯科技预计将实现最强劲的按年增长，目前预计盈利将分别增长23.7%和20.4%。另一方面，能源和物料行业预计将出现最大幅度的按年下跌，普遍预期这2个行业的每股收益将下跌约25%。由于通胀仍然居高不下，经济仍然出人意料地强劲，故密切留意即将到来的第1季业绩非常重要，因为意外的疲软可能会削弱美国实现软着陆的期望。

美国通胀仍远高于美联储的2%目标



资料来源—彭博；截至2024年4月10日的数据，反映按年的变化

加拿大

Richard Tan (特许财务分析师) — 多伦多

■ **尽管黄金被誉为防御性投资，而软着陆的可能性也越来越大，但金价在2024年已创下多个历史新高。**这使得黄金年初至今的回报率升至约13%，超过标普/多伦多综合指数和标普500指数。金价上涨的主要原因是央行需求强劲，以及市场展望短期内实际利率下降。就前者而言，2023年央行的净购买量接近历史新高，这一势头已延续到2024年。关于后者，由于黄金并不是创造收入的资产，因此，我们可以利用实际利率来代表持有黄金的机会成本。换句话说，在实际利率下降的环境下，持有黄金的预期成本应该较低（并且需求可能会上升）——如果通胀放缓持续并且央行开始减息，下半年就可能会出现这种情况。

■ **投资者对白银的兴趣也在增加。**黄金与白银的比率目前约为84倍（按1盎司黄金价格除以1盎司白银价格计算）。该比率的10年平均值约为80倍，这显示白银的吸引力略高于黄金。然而，两者有一些重要区别：央行对白银的需求并没有像黄金那样大；白银生产主要是其他矿场的副产品；白银相对于黄金具有更多的工业用途（即有更大的经济敏感性）。此外，白银生产商股票市值较小，生产商的营收只有20% - 30%来自白银。

欧洲

Rufaro Chiriseri (特许财务分析师) — 伦敦

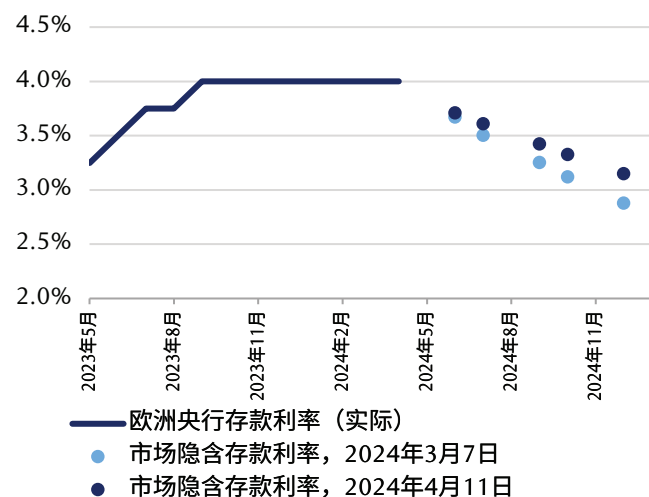
■ 正如市场人士普遍预期，欧洲央行连续第5次会议维持利率在4%不变。货币政策声明强调，通胀的走势与央行的预期基本一致，如果这一趋势持续，“降低当前货币政策的限制水平是适当的。”

■ 在周四的新闻发布会上，欧洲央行行长拉加德重申，6月会议上将会有“更多数据”。虽然管理委员会有“少数”成员对目前有限的的数据感到满意，但大多数成员要求更多数据来支持开始减息。在谈到通胀难题时，拉加德表示，管理委员会“不会等到一切都回落到2%的水平”，因为在通胀迈向目标的过程中会有“颠簸”。这番说话强调，要数据到2025年初回落至与目标大致相符的水平，央行愿意容忍通胀数据的小幅偏差。

■ 拉加德多次被要求解决欧洲央行和美联储之间的政策分歧及对汇率的影响。市场人士的担忧是，如果欧洲央行启动比美联储更快或更深的减息周期，欧元兑美元汇率走弱可能导致输入性通胀。拉加德不同意并指出，欧洲央行在决策中有其“独立性”，并强调两个经济体通胀动力不同。不足为奇，欧元汇率走势似乎主要受到近期美国意外通胀上行的影响。欧元兑美元仅本周就下跌了1.3%，收报1.0707，接近年初至今的低点。债券市场方面，减息预期减弱导致2年期德国政府债券收益率升至2.831%，较一周前高出近9个基点。

欧洲央行减息预期逐渐减弱

实际存款利率与市场隐含的未来利率



资料来源——彭博、欧洲央行

■ 由于欧洲央行的声明和新闻发布会与我们的预期没有显著分歧，我们仍然预计6月首次减息，年底政策利率为3.25%。市场已经消化延迟减息的可能性，目前对年底政策利率的预期为3.13%，更接近我们的预测。

亚太地区

Jasmine Duan—香港

■ 亚洲开发银行预测2024年亚洲发展中国家经济增长率为4.9%，高于先前估计的4.8%，通胀率为3.2%的温和水平。该银行对亚太地区的前景总体保持乐观，并预计强劲的国内需求（尤其是南亚和东南亚国家）将推动经济增长。随着国际旅游业复苏，依赖旅游业的国家将会继续其增长趋势（2023年，国际旅游业已达到疫情前水平的73%）。亚洲开发银行表示，亚洲发展中国家的主要不确定性包括美国货币政策的走势，因为美国倾向于延迟宽松政策。中国房地产市场放缓以及恶劣天气相关事件的影响，可能会带来额外压力。此外，地缘政治紧张局势和冲突可能会扰乱供应链，并加剧商品价格波动。

■ 4月4日至6日，中国迎来农历新年后的第一个重大节日清明节。官方数据显示，3天小长假期间，国内旅客支出较2019年同期增长12.7%，人均旅游支出自疫情以来首次突破2019年水平。尽管开支水平仍明显低于疫情前的趋势，但最新数据显示，家庭消费持续复苏。

■ 中国3月制造业及非制造业采购经理指数强于预期，均超过50。数据涵盖大型及中小型企业。由于中国农历新年，数据可能会出现一些季节性扭曲。但其他指标，例如1月和2月的工业生产和出口量，也超出预期，显示增长势头正在加强。

■ 由于2024年第1季数据意外上涨，一些经济学家已开始上调中国2024年GDP增长预测。现时，彭博普遍预期GDP为4.7%，高于先前的4.6%。

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	5,160.64	-1.8%	8.2%	25.6%	15.0%
道琼斯工业平均指数	38,461.51	-3.4%	2.0%	14.5%	10.8%
纳斯达克指数	16,170.36	-1.3%	7.7%	33.8%	17.9%
罗素 2000 指数	2,028.39	-4.5%	0.1%	14.4%	1.7%
标普/多伦多综合指数	22,199.13	0.1%	5.9%	9.5%	1.5%
富时全股指数	4,339.84	0.0%	2.5%	3.2%	1.9%
STOXX 欧洲 600 指数	506.59	-1.2%	5.8%	10.4%	9.9%
欧元 STOXX 50 指数	5,000.83	-1.6%	10.6%	16.0%	29.6%
恒生指数	17,139.17	3.6%	0.5%	-15.7%	-21.6%
上证综合指数	3,027.34	-0.5%	1.8%	-8.7%	-6.9%
日经 225 指数	39,581.81	-2.0%	18.3%	43.2%	46.7%
印度指数	75,038.15	1.9%	3.9%	25.4%	26.2%
新加坡海峡时报指数	3,237.52	0.4%	-0.1%	-1.7%	-4.3%
巴西指数	128,053.74	0.0%	-4.6%	25.7%	8.2%
墨西哥指数	56,702.56	-1.2%	-1.2%	4.9%	3.7%
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	4.544%	34.3	66.4	112.7	184.4
加拿大 10 年期债券	3.695%	22.7	58.5	79.9	105.9
英国 10 年期债券	4.148%	21.5	61.1	71.6	239.8
德国 10 年期债券	2.435%	13.7	41.1	25.2	172.8
固定收益（回报）	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美国整体债券	4.98%	-0.8%	-1.6%	0.5%	-1.9%
美国投资级公司债券	5.42%	-0.8%	-1.1%	3.2%	0.4%
美国高收益公司债券	7.80%	-0.3%	1.2%	10.7%	8.7%
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\$）	2,332.56	4.6%	13.1%	17.1%	19.8%
白银（现货每盎司\$）	27.89	11.7%	17.2%	12.1%	12.6%
铜（每吨\$）	9,283.00	5.9%	9.7%	5.4%	-9.9%
石油（美国原油现货每桶\$）	85.23	2.5%	19.0%	6.9%	-13.3%
石油（欧洲原油现货每桶\$）	90.50	3.5%	17.5%	7.5%	-11.9%
天然气（每100万BTUS）	1.87	6.2%	-25.5%	-13.8%	-70.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指数	105.1670	0.7%	3.8%	2.5%	5.4%
加元/美元	0.7310	-1.0%	-3.2%	-1.2%	-8.1%
美元/加元	1.3680	1.0%	3.3%	1.3%	8.8%
欧元/美元	1.0744	-0.4%	-2.7%	-1.1%	-1.2%
英镑/美元	1.2542	-0.6%	-1.5%	1.3%	-3.7%
澳元/美元	0.6513	-0.1%	-4.4%	-1.9%	-12.7%
美元/日圆	152.9700	1.1%	8.5%	14.5%	23.0%
欧元/日圆	164.3500	0.6%	5.5%	13.3%	21.5%
欧元/英镑	0.8567	0.2%	-1.2%	-2.3%	2.6%
欧元/瑞士法郎	0.9811	0.8%	5.6%	-0.7%	-3.4%
美元/新加坡元	1.3538	0.3%	2.5%	1.6%	-0.7%
美元/人民币	7.2343	0.2%	1.9%	5.1%	13.7%
美元/墨西哥比索	16.4396	-0.7%	-3.1%	-9.5%	-18.0%
美元/巴西雷亚尔	5.0743	1.2%	4.5%	0.1%	8.0%

除巴西指数外，股票回报不包括股息。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（加币/美元除外）。货币回报以每对中的第一种货币报价。

举例说明如何解释货币数据：加元/美元 0.73，表示 1 加元可兑换 0.73 美元。加元/美元回报率 -3.2%，表示加元兑美元年初至今下跌 3.2%。美元/日圆 152.97，表示 1 美元可兑换 152.97 日圆。美元/日圆回报率 8.5%，表示美元兑日圆年初至今上升 8.5%。

资料来源——彭博；截至 2024 年 4 月 10 日的数据

作者

Kelly Bogdanova——美国三藩市（旧金山）

kelly.bogdanova@rbc.com；RBC 资本市场有限公司

Rufaro Chiriseri（特许财务分析师）——英国伦敦

rufaro.chiriseri@rbc.com；RBC 欧洲有限公司

Jasmine Duan——中国香港

jasmine.duan@rbc.com；加拿大皇家银行（香港分行）

Tyler Frawley（特许财务分析师）——美国明尼阿波利斯

tyler.frawley@rbc.com；RBC 资本市场有限公司

Richard Tan（特许财务分析师）——加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com；RBC 多美年证券有限公司

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3月31日

评级	计数	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			计数	百分比
买入 [优于整体板块]	831	56.84	264	31.77
持有 [与板块持平]	585	40.01	151	25.81
卖出 [逊于整体板块]	46	3.15	4	8.70

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）。

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士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）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。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