

## 反彈的現實

Kelly Bogdanova——三藩市（舊金山）

對美國股市來說，這幾乎是史無前例的連勝。但是，在這種令人興奮的氣氛中，投資者應該謹記一些揮之不去的風險。本文將深入探討這些問題，以及為什麼在美國股市中持有「市場比重」適合平衡風險和機遇。

近期美股漲勢有多好？在如此短的時間內，就上升的幅度而言，美股正在接近頂峰。

自 2023 年 10 月低點以來，標普 500 指數已飆升 25.3%。

根據彭博情報的數據，2023 年第 4 季和今年第 1 季的 22.5% 漲幅位列過去 75 年來最強勁的 6 個月漲幅的前 5% 之列。

但從過去幾年的情況來看，情況並不那麼樂觀（見圖）。自 2022 年 1 月達到峰值以來，標普 500 指數僅上漲了 7.6%。

### 前事不忘

美股在 2022 年和 2023 年的大部分時間掙扎時，經常受到通脹問題（及與之相關的美聯儲大幅加息和國庫券收益率上升）以及經濟衰退風險上升的困擾。重要的是，期間部份時間盈利增長也出現下滑。

過去 6 個月，這些不利因素已基本消退。

但實際上，阻礙 2022 年和 2023 年業績表現的風險從未真正消失。最近公佈的消費通脹數據強於預期正凸顯了這一點。

標普 500 指數從近期低點強勁反彈，但自 2022 年 1 月高峰以來僅上漲 7.6%



資料來源——RBC 財富管理、彭博，截至 2024 年 4 月 10 日的數據

鑑於標普 500 指數位於 5,200 點水平附近，我們認為謹慎的做法是專注於 3 個揮之不去的風險：

- 通脹可能持續或上升，
- GDP 增長可能減速，以及
- 中東和東歐持續不斷的地緣政治和軍事衝突可能擴大。

有關我們的區域分析師對本週的看法，請參閱[第 3-4 頁](#)。

RBC 財富管理提供的投資和保險產品不受聯邦存款保險公司或其他聯邦政府機構的保險，也不是銀行或銀行附屬機構的存款或債務，或由銀行或銀行附屬機構提供擔保，並且存在投資風險，包括可能損失投資本金。

有關重要信息披露、非美國分析師信息披露以及作者的聯繫資料，請參閱[第 6 頁](#)。

價格 (美元) 截至 2024 年 4 月 10 日收市 (除非另有說明)。製作：東岸時間 2024 年 4 月 11 日下午 6:23；刊出：東岸時間 2024 年 4 月 11 日下午 6:30

## 通脹：鬥爭尚未結束

RBC 資本市場指出，3月整體和核心消費物價指數高於預期並非通脹方面的唯一警號。

3月的通脹壓力十分廣泛。消費通脹籃子中半數以上的項目都出現上漲。此外，物價在連續8個月按月下降後有所回升。

3月的消費物價指數報告，加上今年早段其他通脹趨勢惡化，促使 RBC 資本市場對今年美聯儲減息的預測從3次（每次25個基點）下調至僅1次，而且認為減息會在12月，即美國總統大選之後。

至於明年，RBC 資本市場仍然預測只有2次減息（一次在1月，另一次在3月）。在這種假設下，美聯儲將在4.75%的目標利率水平上停止減息，這比1990年以來4次主要減息週期的水平要高得多。

我們認為，股市對美聯儲在2024年的減息次數並不特別敏感。但是，如果美聯儲最終像 RBC 資本市場目前預測的那樣，在整個減息週期內只減息75個基點，市場便要作出調整，因為目前市價反映不止3次減息。

## GDP：邊際增長不會產生邊際影響

彭博對2024年GDP增長的普遍預測已從2023年中的0.6%大幅上調到目前的2.2%，而RBC資本市場預計，2024年的GDP增長將超過這一水平。去年下半年GDP遠高於趨勢、基本就業指標強勁，以及年初至今的製造業數據不斷改善，都支持2024年GDP增長可能超過2.0%的觀點。

過往紀錄顯示，GDP年增長率超過2.0%時，標普500指數的升幅頗大。根據RBC資本市場「美國股票策略」的研究，當GDP年增長率介於2.1%到4.0%之間時，該指數的年回報率中位數升至11.8%。

但當GDP處於0.1%至2.0%的較低增長區間時，股市往往下跌，標普500指數的年回報率中位數跌6.6%。如右表所示，在RBC資本市場劃分的4類GDP增長中，標普500指數在這一類別中的表現最為疲弱。

如果今年稍後GDP增長大幅放緩（根據領先經濟指標，不能排除這種可能性），我們認為股市可能會有一些顛簸。

## 1947 - 2023 年間標普 500 指數在 GDP 不同增長環境下的回報率

GDP 增長緩慢時期（0.1% - 2.0%）最容易出現低回報率

實際 GDP 增長率	年數	年回報率中位數	回報幅度
< 0%	11	<b>23.5%</b>	-29.7% 到 +45.0%
0.1% 到 2.0%	9	<b>-6.6%</b>	-38.5% 到 +9.5%
2.1% 到 4.0%	30	<b>11.8%</b>	-14.3% 到 +34.1%
> 4.1%	27	<b>12.4%</b>	-17.4% 到 +31.0%
全部年份 (1947-2023)	77	<b>10.8%</b>	-38.5% 到 +45.0%

資料來源——RBC 資本市場「美國股票策略」、RBC 財富管理、Haver Analytics、標準普爾；價格回報，不含股息

另外，有人可能會認為，當GDP負增長時，市場表現強勁有悖常理。但是，如果把時間拉後一些，並考慮到整個衰退時期，標普500指數在負增長時期的年回報率中位數達23.5%是有道理的。與其他3個GDP增長類別不同，衰退期往往在市場出現拋售之後（之前好幾年的跌幅中位數為9.7%）。股市通常在衰退前和衰退初期出現下跌。而在美聯儲減息的支持下，股市往往會在經濟衰退中途（即在經濟陰霾散去之前）觸底。

## 地緣政治：原油關係

股市面臨的另一個風險，是中東和東歐的軍事衝突以及與之相關的地緣政治緊張局勢可能會擴大。

股市向來能迅速消化軍事衝突和相關升級。在二戰以來發生的19次重大事件中，標普500指數平均下跌6.3%，但隨後又在短短29個交易日內回升至平均水平。然而，當油價持續上漲時，市場和經濟往往會陷入更大更長期的困境。

## 保持平衡

正如我們在近期對標普500指數2024年盈利潛力的[評估](#)中所述，只要經濟保持韌性，不出現更多的負面通脹發展，且美聯儲傾向於減息，我們仍然認為今年股市仍有進一步上升的空間。

關於投資組合中的股票配置，我們建議要平衡多方面的風險和因素，即在通脹持續高企或上升，以及GDP增長放緩進入低迷階段所帶來的風險，與美國經濟可能避過此類風險並保持韌性之間取得平衡。我們會繼續以市場比重持有美股。

## 美國

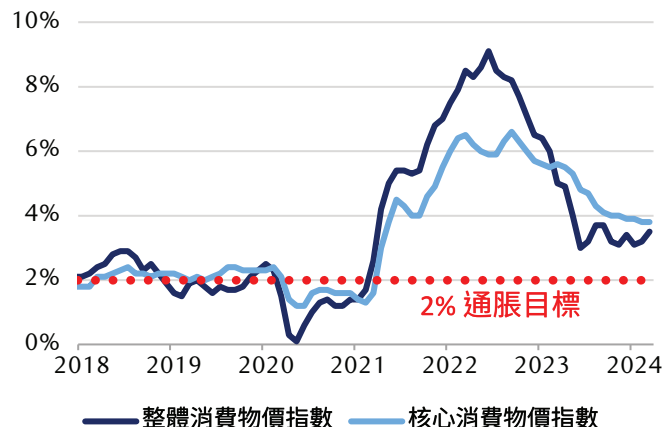
Tyler Frawley (特許財務分析師) — 明尼阿波利斯

■ **美國3月的通脹率高於預期。**根據美國勞工部的數據，3月的整體通脹率為3.5%（以消費物價指數衡量），高於彭博普遍預期的3.4%，也高於2月的3.2%。同樣，核心通脹率（不包括波動較大的食品和能源價格）為3.8%，略高於普遍預期的3.7%，與2月持平。通脹意外上升令人擔憂，因為整體通脹現已連續2個月上升，而核心通脹的下降速度繼續放緩——這顯示美聯儲實現2%目標通脹的道路可能會很艱難，過程比最初預期的要慢。因此，市場已將2024年的美聯儲基金利率下調預期，從報告發佈前高達整整1個百分點，下調至大約半個百分點。此外，RBC資本市場將12月的減息預期降至只減息1次25個基點（之前預計今年減息75個基點）。

■ **由於3月通脹高於預期，美國股市本週大部分走低。**納斯達克綜合指數的相對表現最佳，小幅上升0.10%。標普500指數的表現優於道瓊斯工業平均指數，但兩者均下跌，分別下滑0.76%和1.43%。通脹報告公佈後，國庫券收益率飆升，10年期國庫券收益率上升超過20個基點至4.57%，而1年期國庫券收益率則上升超過10個基點至5.17%。收益率的飆升延續年初以來的情況，2024年10年期收益率和1年期收益率目前分別上漲了70個基點和39個基點。

■ **自年初以來，2024年第1季的盈利增長估計呈下降趨勢。**FactSet估計，隨著第1財報季節將於本週開始，華爾街分析師現在預計，標普500指數成份股公司的按年盈利增長為3.2%，低於2024年初預計的5.6%。儘管增長預期有所放緩，但預計2024年第1季將標誌著該指數連續第3季實現增長。根據FactSet，從行業看，公用事業和資訊科技預計將實現最強勁的按年增長，目前預計盈利將分別增長23.7%和20.4%。另一方面，能源和物料行業預計將出現最大幅度的按年下跌，普遍預期這2個行業的每股收益將下跌約25%。由於通脹仍然居高不下，經濟仍然出人意料地強勁，故密切留意即將到來的第1季業績非常重要，因為意外的疲軟可能會削弱美國實現軟著陸的期望。

## 美國通脹仍遠高於美聯儲的2%目標



資料來源——彭博；截至2024年4月10日的數據，反映按年的變化

## 加拿大

Richard Tan (特許金融分析師) — 多倫多

■ **儘管黃金被譽為防禦性投資，而軟著陸的可能性也越來越大，但金價在2024年已創下多個歷史新高。**這使得黃金年初至今的回報率升至約13%，超過標普/多倫多綜合指數和標普500指數。金價上漲的主要原因是央行需求強勁，以及市場展望短期內實際利率下降。就前者而言，2023年央行的淨購買量接近歷史新高，這一勢頭已延續到2024年。關於後者，由於黃金並不是創造收入的資產，因此，我們可以利用實際利率來代表持有黃金的機會成本。換句話說，在實際利率下降的環境下，持有黃金的預期成本應該較低（並且需求可能會上升）——如果通脹放緩持續並且央行開始減息，下半年就可能會出現這種情況。

■ **投資者對白銀的興趣也在增加。**黃金與白銀的比率目前約為84倍（按1盎司黃金價格除以1盎司白銀價格計算）。該比率的10年平均值約為80倍，這顯示白銀的吸引力略高於黃金。然而，兩者有一些重要區別：央行對白銀的需求並沒有像黃金那樣大；白銀生產主要是其他礦場的副產品；白銀相對於黃金具有更多的工業用途（即有更大的經濟敏感性）。此外，白銀生產商股票市值較小，生產商的營收只有20%-30%來自白銀。

## 歐洲

Rufaro Chiriseri (特許財務分析師) — 倫敦

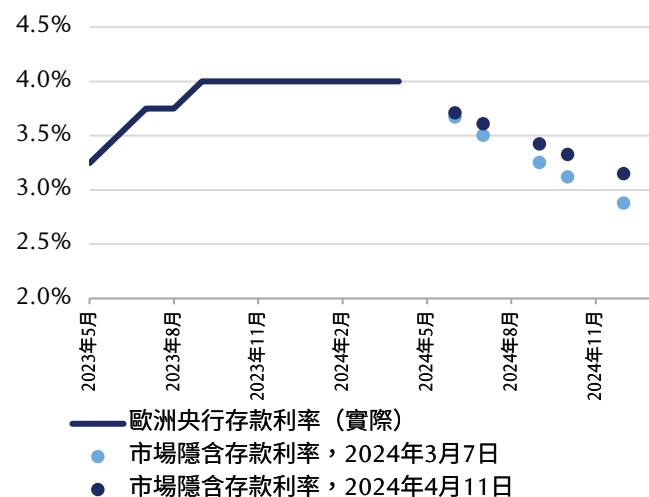
■ 正如市場人士普遍預期，歐洲央行連續第5次會議維持利率在4%不變。貨幣政策聲明強調，通脹的走勢與央行的預期基本一致，如果這一趨勢持續，「降低當前貨幣政策的限制水平是適當的。」

■ 在週四的新聞發佈會上，歐洲央行行長拉加德重申，6月會議上將會有「更多數據」。雖然管理委員會有「少數」成員對目前有限的數據感到滿意，但大多數成員要求更多數據來支持開始減息。在談到通脹難題時，拉加德表示，管理委員會「不會等到一切都回落到2%的水平」，因為在通脹邁向目標的過程中會有「顛簸」。這番說話強調，要數據到2025年初回落至與目標大致相符的水平，央行願意容忍通脹數據的小幅偏差。

■ 拉加德多次被要求解決歐洲央行和美聯儲之間的政策分歧及對匯率的影響。市場人士的擔憂是，如果歐洲央行啟動比美聯儲更快或更深的減息週期，歐元兌美元匯率走弱可能導致輸入性通脹。拉加德不同意並指出，歐洲央行在決策中有其「獨立性」，並強調兩個經濟體通脹動力不同。不足為奇，歐元匯率走勢似乎主要受到近期美國意外通脹上行的影響。歐元兌美元僅本週就下跌了1.3%，收報1.0707，接近年初至今的低點。債券市場方面，減息預期減弱導致2年期德國政府債券收益率升至2.831%，較一週前高出近9個基點。

## 歐洲央行減息預期逐漸減弱

實際存款利率與市場隱含的未來利率



資料來源——彭博、歐洲央行

■ 由於歐洲央行的聲明和新聞發佈會與我們的預期沒有顯著分歧，我們仍然預計6月首次減息，年底政策利率為3.25%。市場已經消化延遲減息的可能性，目前對年底政策利率的預期為3.13%，更接近我們的預測。

## 亞太地區

Jasmine Duan—香港

■ 亞洲開發銀行預測2024年亞洲發展中國家經濟增長率為4.9%，高於先前估計的4.8%，通脹率為3.2%的溫和水平。該銀行對亞太地區的前景總體保持樂觀，並預計強勁的國內需求（尤其是南亞和東南亞國家）將推動經濟增長。隨著國際旅遊業復甦，依賴旅遊業的國家將會繼續其增長趨勢（2023年，國際旅遊業已達到疫情前水平的73%）。亞洲開發銀行表示，亞洲發展中國家的主要不確定性包括美國貨幣政策的走勢，因為美國傾向於延遲寬鬆政策。中國房地產市場放緩以及惡劣天氣相關事件的影響，可能會帶來額外壓力。此外，地緣政治緊張局勢和衝突可能會擾亂供應鏈，並加劇商品價格波動。

■ 4月4日至6日，中國迎來農曆新年後的第一個重大節日清明節。官方數據顯示，3天小長假期間，國內旅客支出較2019年同期增長12.7%，人均旅遊支出自疫情以來首次突破2019年水平。儘管開支水平仍明顯低於疫情前的趨勢，但最新數據顯示，家庭消費持續復甦。

■ 中國3月製造業及非製造業採購經理指數強於預期，均超過50。數據涵蓋大型及中小型企業。由於中國農曆新年，數據可能會出現一些季節性扭曲。但其他指標，例如1月和2月的工業生產和出口量，也超出預期，顯示增長勢頭正在加強。

■ 由於2024年第1季數據意外上漲，一些經濟學家已開始調高中國2024年GDP增長預測。現時，彭博普遍預期GDP為4.7%，高於先前的4.6%。

## 市場 成績表

股票（當地貨幣）	水平	月初至今	年初至今	1年	2年
標普 500 指數	5,160.64	-1.8%	8.2%	25.6%	15.0%
道瓊斯工業平均指數	38,461.51	-3.4%	2.0%	14.5%	10.8%
納斯達克指數	16,170.36	-1.3%	7.7%	33.8%	17.9%
羅素 2000 指數	2,028.39	-4.5%	0.1%	14.4%	1.7%
標普／多倫多綜合指數	22,199.13	0.1%	5.9%	9.5%	1.5%
富時全股指數	4,339.84	0.0%	2.5%	3.2%	1.9%
STOXX 歐洲 600 指數	506.59	-1.2%	5.8%	10.4%	9.9%
歐元 STOXX 50 指數	5,000.83	-1.6%	10.6%	16.0%	29.6%
恒生指數	17,139.17	3.6%	0.5%	-15.7%	-21.6%
上證綜合指數	3,027.34	-0.5%	1.8%	-8.7%	-6.9%
日經 225 指數	39,581.81	-2.0%	18.3%	43.2%	46.7%
印度指數	75,038.15	1.9%	3.9%	25.4%	26.2%
新加坡海峽時報指數	3,237.52	0.4%	-0.1%	-1.7%	-4.3%
巴西指數	128,053.74	0.0%	-4.6%	25.7%	8.2%
墨西哥指數	56,702.56	-1.2%	-1.2%	4.9%	3.7%
政府債券（基點變化）	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美國 10 年期國庫券	4.544%	34.3	66.4	112.7	184.4
加拿大 10 年期債券	3.695%	22.7	58.5	79.9	105.9
英國 10 年期債券	4.148%	21.5	61.1	71.6	239.8
德國 10 年期債券	2.435%	13.7	41.1	25.2	172.8
固定收益（回報）	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美國整體債券	4.98%	-0.8%	-1.6%	0.5%	-1.9%
美國投資級公司債券	5.42%	-0.8%	-1.1%	3.2%	0.4%
美國高收益公司債券	7.80%	-0.3%	1.2%	10.7%	8.7%
商品（美元）	價格	月初至今	年初至今	1年	2年
黃金（現貨每盎司\$）	2,332.56	4.6%	13.1%	17.1%	19.8%
白銀（現貨每盎司\$）	27.89	11.7%	17.2%	12.1%	12.6%
銅（每公噸\$）	9,283.00	5.9%	9.7%	5.4%	-9.9%
石油（美國原油現貨每桶\$）	85.23	2.5%	19.0%	6.9%	-13.3%
石油（歐洲原油現貨每桶\$）	90.50	3.5%	17.5%	7.5%	-11.9%
天然氣（每100萬BTUS）	1.87	6.2%	-25.5%	-13.8%	-70.2%
貨幣	匯率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指數	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%
歐元／美元	1.0744	-0.4%	-2.7%	-1.1%	-1.2%
英鎊／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／日圓	152.9700	1.1%	8.5%	14.5%	23.0%
歐元／日圓	164.3500	0.6%	5.5%	13.3%	21.5%
歐元／英鎊	0.8567	0.2%	-1.2%	-2.3%	2.6%
歐元／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／人民幣	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／巴西雷亞爾	5.0743	1.2%	4.5%	0.1%	8.0%

股票回報不包括股息（巴西指數除外）。債券收益率以當地貨幣計算。銅指數和美國固定收益回報為截至週二收市的數據。美元指數衡量美元兌 6 種主要貨幣的匯率。匯率按市場慣例（加幣／美元除外）。貨幣回報以每對中的第一種貨幣報價。

舉例說明如何解釋貨幣數據：加元／美元 0.73，表示 1 加元可兌換 0.73 美元。加元／美元回報率 -3.2%，表示加元兌美元年初至今下跌 3.2%。美元／日圓 152.97，表示 1 美元可兌換 152.97 日圓。美元／日圓回報率 8.5%，表示美元兌日圓年初至今上升 8.5%。

資料來源——彭博；截至 2024 年 4 月 10 日的數據

## 作者

### Kelly Bogdanova——美國三藩市（舊金山）

kelly.bogdanova@rbc.com；RBC 資本市場有限公司

### Rufaro Chiriseri（特許財務分析師）——英國倫敦

rufaro.chiriseri@rbc.com；RBC 歐洲有限公司

### Jasmine Duan——中國香港

jasmine.duan@rbc.com；加拿大皇家銀行（香港分行）

### Tyler Frawley（特許財務分析師）——美國明尼阿波利斯

tyler.frawley@rbc.com；RBC 資本市場有限公司

### Richard Tan（特許財務分析師）——加拿大多倫多

richard.tan@rbc.com；RBC 多美年證券有限公司

## 信息披露及免責聲明

### 分析師認證

本報告中表達的所有觀點準確反映了負責分析師對主題證券或發行人的個人觀點。本報告中列出的分析師的報酬與該分析師在本報告中表達的建議或觀點沒有直接或間接的關係。

### 重要信息披露

在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。該公司為加拿大皇家銀行的間接全資子公司，因此也是加拿大皇家銀行的關聯發行人。

### 非美國分析師信息披露

其中一位或多位編彙本報告的研究分析師 (i) 未必是紐約證券交易所 (NYSE) 及/或美國金融業監管局 (「FINRA」) 的註冊或符合資格研究分析師，及 (ii) 未必是 RBC 財富管理的關聯人士，因此他們與目標公司通訊、公開露面及以研究分析師所持賬戶買賣證券方面未必受 FINRA 第 2241 條規則所規限。

如果是摘要報告 (包括 6 家或更多家公司)，RBC 財富管理可能會選擇提供重要的信息披露以作為參考。如要取得現有的信息披露，客戶可參閱 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以檢視有關 RBC 財富管理及其關聯公司的信息披露。此類資訊也可向 RBC 財富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

推薦歷史圖表中提及的推薦清單，可能包括由 RBC 財富管理或其關聯公司維護的一個或多個推薦清單或模型投資組合。RBC 財富管理的推薦清單包括指導性投資組合：優質收入 (RL 6)、指導性投資組合：股息增長 (RL 8)、指導性投資組合：美國預托證券 (RL 10) 及指導性投資組合：所有市值增長 (RL 12)。縮寫「RL On」表示證券被列入推薦清單的日期。縮寫「RL Off」表示證券從推薦清單中刪除的日期。自 2023 年 4 月 3 日起，美國 RBC 財富管理的季度報告將作為其模型投資組合的主要溝通方式，並將重點介紹該季度對模型投資組合所做的任何更改。

## RBC 資本市場有限公司評級分佈

就評級分佈而言，監管規則規定成員公司不論公司本身的評級類別，而應將評級分為三種評級類型之一：「買入」、「持有/中立」或「賣出」。儘管 RBC 資本市場有限公司的「優於整體板塊」、「與板塊持平」和「遜於整體板塊」與「買入」、「持有/中立」和「賣出」分別極為近似，但含意卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定。

### 評級分佈——RBC 資本市場有限公司股市研究

截至2024年3月31日

評級	計數	百分比	過去 12 個月提供的投資銀行服務	
			計數	百分比
買入 [優於整體板塊]	831	56.84	264	31.77
持有 [與板塊持平]	585	40.01	151	25.81
賣出 [遜於整體板塊]	46	3.15	4	8.70

## RBC 資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師的「板塊」是指分析師提供研究報告的公司範圍。因此，對特定股票的評級，僅代表分析師對該股票在未來 12 個月內的想法（相對於分析師的板塊的平均水平）。

**評級：優於整體板塊 (O)：**預期未來 12 個月的回報大幅高於板塊平均數。**與板塊持平 (SP)：**預期在今後 12 個月會與板塊平均值持平。**遜於整體板塊 (U)：**預期在今後 12 個月會大幅低於板塊平均值。**受限制 (R)：**RBC 在某些合併或重要交易以及某些情況下擔任顧問時，RBC 政策禁止進行某些類型的溝通，包括投資建議。**無評級 (NR)：**由於法律、規管或政策的限制（例如 RBC 資本市場有限公司在某公司擔任顧問角色），該公司的評級、目標價格和估計會被刪除。

**風險評級：投機風險評級**反映證券的財務或營運可預測性較低、股票交易量流動性較差、資產負債表槓桿率較高，或營運歷史有限，導致對財務和/或股價波動的預期較高。

### 估值以及評級和目標價格面臨的風險

RBC 資本市場有限公司在研究報告中對一家公司進行估值時，美國金融業監管局規則和紐約證券交易所規則（已納入美國金融業監管局規則手冊）要求說明估值的依據以及獲得估值的障礙。在適用的情況下，這些信息分別包含在我們的研究報告中題為「估值」及「評級和目標價格面臨的風險」的部分。

負責編寫本研究報告的分析師已經（或將要）獲得基於各種因素的報酬，包括 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的總收入，其中一部分收入是或已經是由 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的投資銀行業務活動產生的。

### 其他信息披露

借助全國研究資料來源編寫。RBC 財富管理編寫本報告，並對報告的內容和分發承擔全部責任。報告內容可能根據（或至少部分根據）我們的第三方研究服務代理所提供的資料編寫。我們的第三方代理已授予 RBC 財富管理使用其研究報告作為原始資料的一般許可，但並未審查或批准本報告，也未被告知本報告的發表。我們的第三方代理可能會不時持有本文提及的證券的長倉或短倉、進行交易或做市。我們的第三方代理可能會不時為本報告中提及的公司提供投資銀行業務或其他服務，或向其招攬投資銀行業務或其他業務。

RBC 財富管理盡一切合理努力，同時向所有符合條件的客戶提供研究報告，並考慮到海外司法管轄區的當地時區。在某些投資顧問賬戶中，RBC 財富管理或指定的第三方將擔任我們客戶的外包經理，並在收到本報告後為這些賬戶啟動報告中提及的證券交易。這些交易可能在您收到本報告之前或之後發生，並可能對發生交易的證券的市場價格產生短期影響。RBC 財富管理的研究報告發佈在我們的專有網站上，以確保符合條件的客戶及時收到評級、目標和意見的輸入和變更。銷售人員可以透過電郵、傳真或普通郵件進行額外的分發。客戶亦可透過第三方供應商收取我們的研究報告。請與我們的 RBC 財富管理財務顧問聯絡，瞭解有關 RBC 財富管理研究的進一步詳情。

**利益衝突的信息披露：**RBC 財富管理已經在證券交易委員會作為經紀人/經銷人和投資顧問註冊，提供經紀和投資顧問服務。RBC 財富管理的《管理投資研究的利益衝突政策》可瀏覽網站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。與我們的投資咨顧問務相關的利益衝突，請參閱公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》。相關文件的副本可向財務顧問索取。我們保留隨時修改或增補此項政策、《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》的權利。

作者受僱於以下其中一間機構：美國 RBC 財富管理——RBC 資本市場有限公司的分部，後者為證券經紀人/經銷人，主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；RBC 多美年證券有限公司——證券經紀人/經銷人，主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行香港分行，受香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）監管；加拿大皇家銀行新加坡分行——持牌批發銀行，主要辦事處位於新加坡；RBC 歐洲有限公司——持牌銀行，主要辦事處位於英國倫敦。

### 研究資源

本文件是由 RBC 財富管理投資組合顧問組內的全球投資組合顧問委員會編製。RBC 財富管理投資組合顧問組，為公司的投資顧問/財務顧問提供資產配置和投資組合構建方面的支持，這些顧問負責組建包含有價證券的投資組合。該委員會利用 RBC 投資策略委員會制定的整體市場前景，並利用 RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場有限公司及第三方資源的研究，提供其他策略及主題支援。

### 第三方免責聲明

全球行業分類標準（「GICS」），是由摩根士丹利資本國際有限公司（「MSCI」）及標準普爾金融服務有限公司（「標普」）開發，是其專有財產及服務商標，加拿大皇家銀行獲准使用。MSCI、標普或任何其他參與製成或編纂 GICS 或任何 GICS 分類的各方均不對此類標準或分類（或使用此類標準或分類將獲得的結果）作出任何明示或暗示的保證或陳述，所有上述各方特此明確聲明不對此類標準或分類的原創性、準確性、完整性、適銷性和特定用途的適用性作出任何保證。在不限制上述任何規定的前提下，在任何情況下，MSCI、標普、其關聯公司或參與製作或編纂 GICS 或 GICS 分類的第三方均不對此類直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或其他損害（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

### 免責聲明

本報告中包含的資訊由 RBC 資本市場有限公司分部 RBC 財富管理根據可信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、RBC 財富管理及其關聯公司或任何其他人士對此類資訊的準確性、完整性或正確性不做任何明示或暗示表述或保證。本報告的所有觀點和推測，均為 RBC 財富管理截至本報告發佈之日的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。過往的表現並不代表未來的業績，未來的回報並沒有保證，原初

的資本亦有可能會損失。加拿大各省、美國各州以及世界上大多數國家都有自己的法律，對可以向本國居民提供的證券和其他投資產品的類型以及相關程序做出規定。因此，本報告中討論的證券在某些司法管轄區可能不符合銷售條件。本報告不是，且在任何情況下都不應被解釋為，任何未依法獲准在任何司法管轄區開展證券經紀或交易業務的個人或公司，在該司法管轄區以證券經紀或交易商身份進行的招攬。本報告中的任何內容均不構成法律、會計或稅務建議或針對個人的投資建議。本資料供客戶（包括加拿大皇家銀行關聯公司的客戶）傳閱，並不考慮任何特定人士的具體情況或需求。本報告中包含的投資或服務可能不適合您，如果對此類投資或服務的適合性有疑問，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，對於因使用本報告或其中包含的信息而引起的或與之相關的直接、間接或後果性損失，加拿大皇家銀行或其關聯公司或其他人均不承擔任何責任。未經加拿大皇家銀行事先書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版或複製本文件的內容。如需更多信息，請聯絡我們。

**美國居民：**本刊物已獲得 RBC 資本市場有限公司、紐約證券交易所（NYSE）、美國金融業監管局（FINRA）、證券投資者保護公司（SIPC）會員的批准。RBC 資本市場有限公司是在美國註冊的經紀人/經銷人，承擔本報告及其在美國分發的責任。對於任何收到本報告的美國人來說，如果您不是註冊經紀人/經銷人或經紀人或經銷人身分經營的銀行，而您希望獲得更多本報告所提到的證券資訊，或對本報告討論到的任何證券進行交易，應與 RBC 資本市場有限公司聯繫並訂閱。國際投資會涉及美國投資通常不會涉及的風險，包含匯率波動、國際稅務、政治不穩定及不同的會計準則。

**加拿大居民：**本刊物已獲得 RBC 多美年證券有限公司的批准。RBC 多美年證券有限公司\*和加拿大皇家銀行是相互獨立的公司實體，但有關聯。\*加拿大投資者保護基金成員。®加拿大皇家銀行註冊商標。獲許可使用。RBC 財富管理是加拿大皇家銀行的註冊商標。獲許可使用。

**RBC 財富管理（不列顛群島）：**本刊物由 RBC 歐洲有限公司和加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司發行。RBC 歐洲有限公司由審慎監管局授權，並受金融市場行為監管局（FCA 註冊號碼：124543）和審慎監管局監管。註冊辦事處：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司在澤西島的投資業務由澤西金融服務委員會監管。註冊辦事處：Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands。

**從加拿大皇家銀行香港分行收到此資訊的人士：**本文件由加拿大皇家銀行香港分行在香港分發，該分行受香港金融管理局和證監會監管。本文件不得在香港向《證券及期貨條例》（第 571 章）以及根據該條例制定的任何規則定義的非「專業投資者」分發。本文的製作僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。過往的表現不代表未來的業績。警告：本文件的內容未經香港任何監管機構審核。建議投資者謹慎投資。如果您對本文件的任何內容有疑問，您應該尋求獨立的專業建議。

**從加拿大皇家銀行新加坡分行收到此資訊的人士：**本刊物由加拿大皇家銀行新加坡分行在新加坡發行，該銀行是取得金融管理局資格的註冊實體。本刊物不得在新加坡向非「合格投資者」和「機構投資者」（根據新加坡 2001 年證券及期貨法定義）的投資者分發。本刊物僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。建議您在購買任何產品前，向財務顧問尋求獨立的意見。如果您沒有獲得獨立的意見，您應該考慮產品是否適合您。過往的表現不代表未來的業績。如果您有任何關於本刊物的問題，請聯繫加拿大皇家銀行新加坡分行。

© 2024 RBC 資本市場有限公司 – NYSE/FINRA/SIPC 成員  
© 2024 RBC 多美年證券有限公司 – 加拿大投資者保護基金成員  
© 2024 RBC 歐洲有限公司  
© 2024 加拿大皇家銀行  
保留所有權利  
RBC1253



Wealth  
Management  
財富管理