



欧洲股市的蜕变

Frédérique Carrier 及 Thomas McGarrity（特许财务分析师）——伦敦

我们认为，欧洲股市不再萎靡不振，正在破蛹而出，焕发出新的潜力。本文将探讨投资事宜如何转型，以及为何投资者应重新审视这类资产。

我们在3月将欧洲股市从看淡上调至持平。我们的熊市假设是以经济和盈利增长势头减弱为前提，但现在情况似乎已不再如此。经济正出现触底迹象。

欧洲股市提供极具吸引力的机会，但过去的错误观念往往阻碍投资者寻找这些机会。本文将讨论自全球金融危机以来欧洲股市的演变，并评估如何对投资组合进行有利部署。

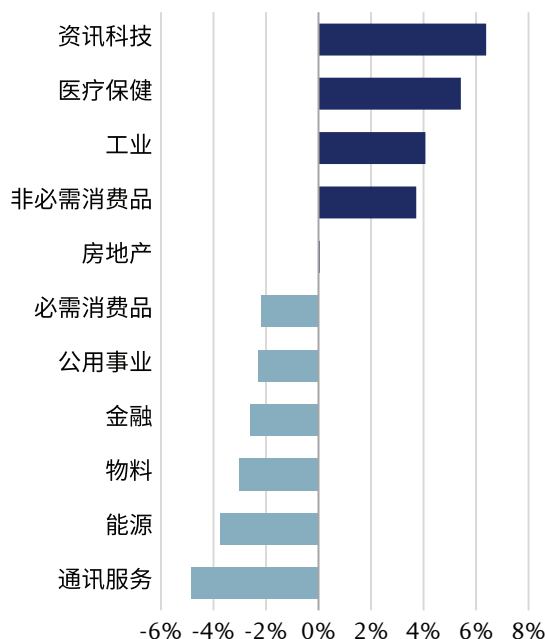
不断变化的面貌

欧洲股市通常被认为由“旧经济”公司主导。15年前的情况的确如此，当时金融、电讯服务（现称为通讯服务）、公用事业、能源和物料等低增长行业在MSCI欧洲（英国除外）指数中占很大比重，该指数代表了14个发达欧洲市场的大型和中型公司。由于定价能力差和竞争环境激烈导致盈利增长乏力，这些行业中的许多公司股票此后一直萎靡不振。

但是，之后，欧洲股市的情况发生了重大变化。现在，这些“旧经济”板块在指数中的占比不超过三分之一。较高增长行业，如科技、医疗保健、工业和非必需消费品，目前约占该指数的57%，比2011年的37%大幅攀升。

低增长板块缩减，高增长板块增加

2011年1月至2024年3月期间MSCI欧洲（英国除外）指数的板块变化



注：前电讯服务板块于2018年扩大并更名为通讯服务。

资料来源——彭博、MSCI

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任何其他联邦政府机构的保险，也不是银行或任何银行附属机构的存款或其他债务，或由银行或任何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、所需的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](#)。

价格（美元）截至2024年3月27日收市（除非另有说明）。制作：东岸时间2024年3月28日下午4:36；刊出：东岸时间2024年3月28日下午4:45

各行业也正在发生显著变化。例如，一些以前笨重的重工业企业集团已经瘦身，分拆了表现不佳的业务，以提高资本效率，并专注于更现代化或更有活力的业务或技术。非必需消费品行业也发生变化，受益于新兴市场中产阶级不断壮大所带来的需求，该行业更多地涉足高利润率的奢侈品。

指数成分股的演变产生了几种显著的影响。首先，目前指数成分股约 55% 的收入来自欧洲以外地区，从而降低对国内宏观经济的依赖性，同时也增加对高增长率经济体的投资。

此外，欧洲公司的盈利能力、股本回报率、盈利稳定性和现金流状况都有所改善。指数公司的股本回报率（衡量获利能力的指标）到 2023 年底达到 13%，而 2011 年仅为 9.8%。

找到立足点

我们认为，对于其余 45% 的收入来自欧洲，前景也有所改善。欧洲在 2023 年下半年勉强避过经济衰退，尽管该地区连续经受 3 次冲击，即新冠疫情、俄罗斯入侵乌克兰后能源价格飙升，以及严厉的货币紧缩周期。看来，经济活动似乎已经触底。

自去年 10 月以来，HCOB 欧元区综合采购经理指数等经济指标一直在改善。最近，欧洲央行的银行贷款调查显示，贷款条件的限制性已大大放宽。在通胀率下降的情况下，实际工资增长正在改善，而且市场普遍预期欧洲央行将在 6 月减息，因此预计未来几个月该地区的经济将继续趋于稳定。

我们承认，欧洲经济的增长潜力不如美国，因为欧洲经济受到更严格的监管，而且人口老龄化严重。但 GDP 增长的普遍预测不再下调，2024 年和 2025 年分别稳定在 0.5% 和 1.4%。

如果就业市场恶化，这些预测将面临下行风险。相反，如果中国经济好转，这些预测可能会变得保守，因为中国是欧洲出口的一大市场。此外，如果银行贷款随着企业信心的增强而回升，这可能会带来更强劲的投资增长，这也是 GDP 增长普遍预测的另一个上行风险来源。

2011 年和 2024 年 MSCI 欧洲（英国除外）指数比重排名前 10 位的公司

2011 年 1 月 1 日			2024 年 3 月 1 日		
公司	板块	比重	公司	板块	比重
Nestlé	必需消费品	4.4%	Novo Nordisk	医疗保健	4.8%
Novartis	医疗保健	2.7%	ASML	资讯科技	4.7%
Total	能源	2.4%	Nestlé	必需消费品	3.3%
Siemens	工业	2.2%	LVMH	非必需消费品	3.0%
Roche	医疗保健	2.2%	Novartis	医疗保健	2.5%
Telefónica	电讯服务	2.0%	SAP	资讯科技	2.4%
Banco Santander	金融	1.9%	Roche	医疗保健	2.2%
BASF	物料	1.6%	Siemens	工业	1.8%
Sanofi	医疗保健	1.4%	TotalEnergies	能源	1.7%
Daimler	非必需消费品	1.3%	Schneider Electric	工业	1.5%

注：自 2011 年以来，部分公司和板块名称已改变。Total 现在是 TotalEnergies；Daimler 现在是 Mercedes-Benz。前电讯服务板块在 2018 年扩大并更名为通讯服务。

资料来源——MSCI、彭博

机会的光芒

总体而言，随着欧洲经济趋于稳定，企业盈利预测也趋于稳定。在过去6个月的大部分时间，经济都在下滑，现在的普遍预期是低至中个位数增长。

我们认为，估值并没有过高。MSCI 欧洲（英国除外）指数目前的12个月远期市盈率为15倍，与10年平均水平一致。然而，我们注意到，在过去的12-18个月中，业务遍及全球的7家欧洲优质增长型龙头企业，其中包括肥胖症和糖尿病药物制造商Novo Nordisk，以及极紫外光刻系统（供半导体制造之用）的生产商ASML，它们在很大程度上推动了股市的表现，并使估值显著上升。剔除这些公司后，股市的其余部分估值较低。

相对而言，欧洲股票的成交价大幅低于美国股票。调整行业比重差异后，估值折扣尤为明显。该地区的市盈率相对于美国（科技股除外）处于自2011年欧盟主权债务危机以来的最低水平。

重要的是，越来越多的欧洲公司，尤其是那些资产负债表和现金流状况良好的公司，正在逐渐增加回购自己的股票，以促进每股收益的增长并提高其估值。我们还注意到，在最近的盈利公告中，越来越多管理团队提到向股东返还资本的计划。

建立平衡

鉴于宏观经济是在相对低增长的环境下暂时改善，我们继续主张采取平衡的选股方法。我们倾向于将优质的长期增长型企业或在欧洲上市的全球龙头企业与周期敏感性较强的企业（尤其是工业企业）搭配投资。

从长期来看，我们看好科技业，尤其是关键任务软件和半导体制造设备、医疗保健和工业类股票，这些股票将受到与去碳化、去全球化（如回岸生产）和国防开支增加等的“超级资本开支”周期的影响。非必需消费品中的奢侈品行业也受益于强大的驱动力。相比之下，我们对公用事业和必需消费品行业持谨慎态度。

美国

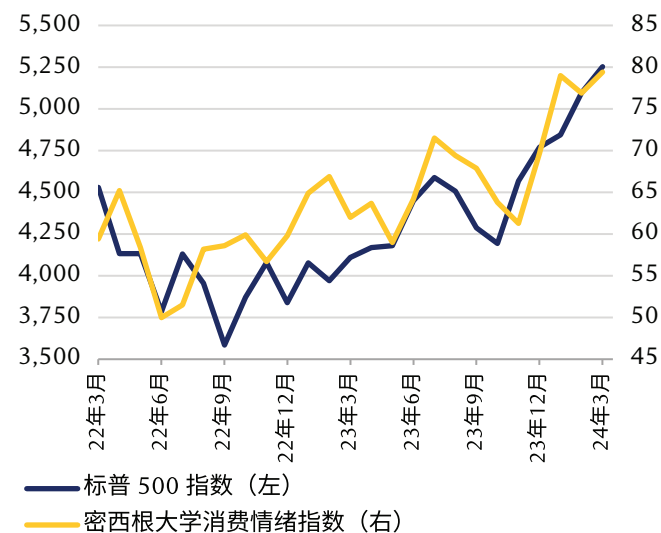
Alan Robinson—西雅图

■ **本周由于假期而缩短, 美国股市仍录得微幅上升, 但成交量低于平时, 因为季末再平衡促使交易商锁定部分利润。**标普 500 指数连续第 5 个月上升并创下历史新高, 但道琼斯工业平均指数和纳斯达克综合指数则未能跟随。

■ **本周经济数据淡静, 新屋销售略低于普遍预期, 耐用品订单则略高于普遍预期。**近期公布了两项消费指标: 世界大型企业联合会的消费者信心调查和密西根大学的消费情绪指数。后者值得注意, 因为它与标普 500 指数密切相关 (见图表)。该指数的 3 月数据创下疫后新高, 推动市场的看涨情绪。

■ **就业背景强劲是支撑消费信心的因素之一, 最近的就业数据虽然有所放缓, 但仍然出乎意料地强劲。**但 RBC 资本市场“数位情报团队”的研究却提出警告。该团队的“即时预测”工作显示, 21,000 家美国公司网站上的职位空缺突然下滑。团队认为, 这意味着职位空缺的下降速度要快于近期政府数据的下降速度, 因为政府的数据滞后多周。

股市走势似乎与美国消费情绪同步



资料来源—RBC 财富管理、FactSet; 月底数据, 不包括 2024 年 3 月 28 日美国中部时间 11:05 的日内标普 500 指数水平

■ **RBC 资本市场有限公司美国股票策略主管 Lori Calvasina 上调了标普 500 指数的年终目标和盈利预期。**Calvasina 目前预计该指数今年底将达到 5,300 点, 略高于现水平, 也比 2023 年收盘约高出 11%。她列举了几个不利于过于看好股市的因素。首先, 她认为市场情绪变得过于乐观, 并指出标普 500 指数在 3 个月远期基础上往往与类似的看涨水平持平。其次, 她认为股市在夏季可能会出现短期波动风险, 这在总统选举年很常见。不过, 她指出, 通胀和利率较低以及经济增长较高, 可能为股市提供进一步的上行空间。

加拿大

Sean Killin 及 Josh Nye—多伦多

■ **加拿大经济年初已蓄势待发。**加拿大统计局的最新数据显示, 1 月经济按月增长 0.6%, 高于普遍预期的 0.4%。根据 RBC 经济研究部, 大约一半的增长可归因于公营机构员工复工, 去年年底的罢工令经济承受压力 (12 月 GDP -0.1%)。2 月 GDP 初步预测显示, 将会稳健上升 0.4%, 使第 1 季增长维持在 3.5% 的范围内 (年化), 这将远高于市场普遍预期 (+1.0%) 和加拿大央行的最新预测 (+0.5%)。加拿大央行表示, 去年增长放缓使经济从需求过剩转向供应过剩, 这应有助于逐渐控制通胀。但最新数据显示, 这一过程可能在 2024 年初已开始逆转, 这让加拿大央行仍感到担忧, 因为通胀高于 2% 的目标。

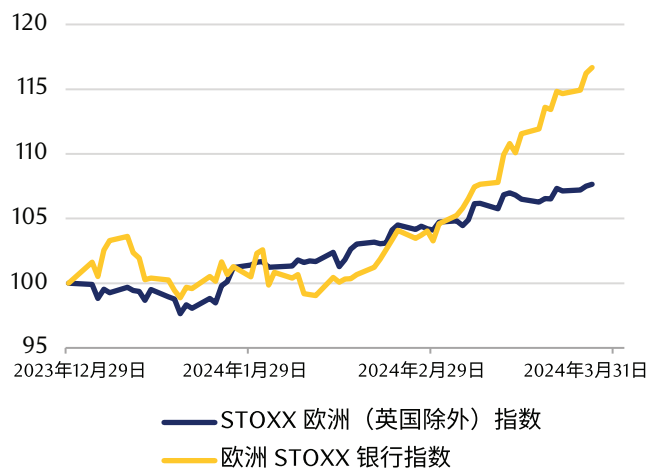
■ **加拿大贷款机构正在采取行动, 透过控制超长期房贷来避免系统性风险。**在疫情消退期间, 宽松的货币政策使住宅房地产债务大幅增加, 宽松的条件令房屋贷款增加约 40%。由于家庭债务负担上升, 而加拿大央行的加息更令家庭偿债能力受压, 因此贷款机构加长住宅房贷摊还期, 以避免拖欠。随着金融市场预期加拿大央行会于今年稍后减息, 以及 2025 年监管要求增加, 这些超长房贷正在缩短。根据彭博资料, 加拿大贷款机构目前拥有约 2,200 亿加元的房屋贷款, 摊还期超过 35 年, 比 2023 年高峰期的 3,000 亿加元下降 27%。

欧洲

Thomas McGarrity (特许财务分析师) — 伦敦

- **欧元区在经历能源危机带来长时间停滞，经济正在出现一些复苏迹象。** 欧盟委员会 3 月的经济景气指数从上个月的 95.5 升至 96.3。这一改善具有广泛的基础，制造业、服务业以及消费信心都略有增强。
- **商业景气上升似乎显示，企业对未来几个月的前景逐渐变得较为乐观，** 尽管商业活动仍不大活跃。制造业的公司指出，订单数量增加和库存量低是下半年的良好预兆。服务业的公司也预计，在当前低迷的情况下，服务业通胀将有所缓和。
- **这些数据表明，经济停滞即将结束，今年下半年经济增长将略有回升。** 欧洲央行应该对服务业通胀没有回升感到欣慰。我们深信，6 月将会是减息周期的开始。
- **欧洲宏观经济形势改善为该地区银行业提供支持，** 该行业年初至今的表现优于其他行业。截至 3 月 27 日，欧洲 STOXX 银行指数上涨近 17%，是 STOXX 欧洲（英国除外）指数约 8% 的两倍多。尽管欧洲银行的净息差可能会随着利率上升而达到峰值，但商业和消费信心改善可能会令贷款需求增加，而经济环境好转亦有助于减低贷款损失拨备。此外，通过高股息收益率和股票回购，欧洲银行对股东的回报仍然很高。
- **银行业的估值有所上升，** 目前欧洲 STOXX 银行指数的“价格与有形账面价值比率”为 0.9 倍。虽然这比 10 年的中位数 0.75 倍要高，但鉴于股本回报率较高和资产负债表良好，这个比率仍算合理。我们认为，股东分配收益率最高的精选欧洲银行，在未来 3 年会提供好机会。

2024 年，地区宏观前景改善是欧洲银行的利好因素



资料来源——彭博；数据标准化为 2024 年 1 月 1 日 = 100

亚太地区

Nicholas Gwee (特许财务分析师) — 新加坡

- **本周亚太股市表现好坏参半。** 澳洲领涨该地区，而日本表现落后。日本东证指数上周五创下新高后，本周失去动力，因为投资者开始在季末重新平衡之前获利回吐。
- **本周，日元兑美元汇率跌至 1990 年以来的最低水平。** 尽管日本央行 17 年来首次加息，但日元仍然疲软。我们相信，交易商认为日本当前的货币政策仍然过于宽松，尤其是在美联储将利率维持在 20 年高位的情况下。日元下滑促使日本官员对抛售日元的交易商发出警告。日本财务省负责国际事务的财务副大臣神田正人承诺将对市场的过度波动采取行动。财务大臣铃木俊一表示，政府将采取大胆措施应对过度波动。如果日元继续下跌，我们不排除政府干预货币市场的可能性。
- **丰田汽车公司 (7203 JP) 是全球最大的汽车制造商，正面临中国日益激烈的竞争和一系列安全问题。** 2 月，全球销量下跌 12%，是 13 个月以来的首次下跌，而产量则下跌 12.1%，是连续第 2 个月下跌。这些数据表明丰田可能难以超越去年创纪录的销量。
- **全球最大的电动车制造商之一比亚迪公司 (1211 HK) 公布 2023 年业绩，与 1 月 29 日发布的利润提示一致。** 2023 年第 4 季收入按年增长 15%，盈利按年增长 19%，令 2023 年全年盈利增长达 81%。股息支付率从 2022 年的 20% 上升到 2023 年的 38%。管理层预计 2024 年的销量将增长 20%，利润保持稳定，但对每辆车的利润持谨慎态度，反映出行业竞争激烈。

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	5,248.49	3.0%	10.0%	32.0%	15.5%
道琼斯工业平均指数	39,760.08	2.0%	5.5%	22.6%	14.1%
纳斯达克指数	16,399.52	1.9%	9.2%	39.3%	15.7%
罗素 2000 指数	2,114.35	2.9%	4.3%	20.6%	1.8%
标普/多伦多综合指数	22,107.08	3.5%	5.5%	12.6%	0.5%
富时全股指数	4,325.93	3.9%	2.2%	6.3%	3.9%
STOXX 欧洲 600 指数	511.75	3.5%	6.8%	15.1%	12.8%
欧元 STOXX 50 指数	5,081.74	4.2%	12.4%	22.0%	31.4%
恒生指数	16,392.84	-0.7%	-3.8%	-16.2%	-23.4%
上证综合指数	2,993.14	-0.7%	0.6%	-7.9%	-6.8%
日经 225 指数	40,762.73	4.1%	21.8%	48.4%	44.8%
印度指数	72,996.31	0.7%	1.0%	26.6%	27.3%
新加坡海峡时报指数	3,251.71	3.5%	0.4%	0.4%	-4.7%
巴西指数	127,690.62	-1.0%	-4.8%	28.1%	7.2%
墨西哥指数	57,369.01	3.5%	0.0%	8.5%	3.5%
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	4.188%	-6.2	30.9	65.9	171.5
加拿大 10 年期债券	3.439%	-5.1	32.9	54.4	89.3
英国 10 年期债券	3.932%	-19.2	39.5	56.6	223.7
德国 10 年期债券	2.292%	-11.9	26.8	6.5	170.5
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	4.86%	0.7%	-1.0%	1.9%	-2.4%
美国投资级公司债券	5.34%	0.8%	-0.8%	5.0%	-0.4%
美国高收益公司债券	7.70%	1.0%	1.3%	12.8%	8.2%
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\$）	2,194.84	7.4%	6.4%	12.2%	12.1%
白银（现货每盎司\$）	24.64	8.6%	3.5%	6.7%	-3.5%
铜（每吨\$）	8,748.47	4.1%	3.4%	-2.3%	-14.6%
石油（美国原油现货每桶\$）	81.62	4.3%	13.9%	12.1%	-29.3%
石油（欧洲原油现货每桶\$）	86.32	3.2%	12.0%	10.5%	-28.5%
天然气（每100万BTUS）	1.71	-7.8%	-31.8%	-17.9%	-69.2%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指数	104.2970	0.1%	2.9%	1.4%	5.6%
加元/美元	0.7368	0.0%	-2.4%	0.7%	-8.1%
美元/加元	1.3572	-0.1%	2.5%	-0.7%	8.8%
欧元/美元	1.0828	0.2%	-1.9%	0.3%	-1.4%
英镑/美元	1.2640	0.1%	-0.7%	2.9%	-4.1%
澳元/美元	0.6534	0.6%	-4.1%	-1.8%	-13.1%
美元/日圆	151.3200	0.9%	7.3%	15.0%	24.0%
欧元/日圆	163.7400	1.0%	5.2%	15.3%	22.2%
欧元/英镑	0.8567	0.1%	-1.2%	-2.5%	2.8%
欧元/瑞士法郎	0.9787	2.4%	5.4%	-1.0%	-4.2%
美元/新加坡元	1.3475	0.1%	2.1%	1.2%	-0.8%
美元/人民币	7.2260	0.5%	1.8%	5.0%	13.5%
美元/墨西哥比索	16.5441	-3.0%	-2.5%	-9.8%	-17.4%
美元/巴西雷亚尔	4.9882	0.4%	2.7%	-4.1%	5.2%

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 -2.4%，表示加元兑美元年初至今下跌 2.4%。美元/日圆 151.32，表示 1 美元可兑换 151.32 日圆。美元/日圆回报率 7.3%，表示美元兑日圆年初至今上升 7.3%。

资料来源——彭博；截至 2024 年 3 月 27 日的数据

作者

Frédérique Carrier——英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com; RBC 欧洲有限公司

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)

Sean Killin——加拿大多伦多

sean.killin@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.mcgarritty@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2023年12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]	829	57.17	253	30.52
持有 [与板块持平]	575	39.66	154	26.78
卖出 [逊于整体板块]	46	3.17	6	13.04

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/销人员和投资顾问注册，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/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/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)、美国金融监管机构 (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/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/销人或以经纪人或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