專題報告

Wealth Management
財富管理

全球

透視 2025 年展望

放眼未來

製作：東岸時間 2024 年 11 月 25 日上午 11:53；刊出：東岸時間 2024 年 12 月 2 日上午 08:00

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 32 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。

全球透視 2025 年展望

目錄

3 市場概況：股票平衡之道
過去兩年的成績可能難以複製。

6 焦點文章：《無法阻擋的趨勢》
未來數十年，全球經濟將出現涉及變革性創新和人口結構變化的4大趨勢。

11 美國
更加複雜的股票市場格局以及美聯儲政策轉變的可能性，意味著投資者在 2025 年需要靈活應變。

14 加拿大
儘管存在潛在的不利因素，我們仍對加拿大市場持樂觀態度，但預期信貸市場的表現將較為遜色。

17 英國
雖然經濟面臨挑戰，但仍努力刺激經濟增長，因此我們認為股票與固定收益長期而言均有選擇性機會。

20 歐洲
貿易和內部緊張局勢可能會在 2025 年發揮關鍵作用，因為潛在的關稅和政治動盪使前景變得不明朗。

23 亞太地區
亞洲的股市前景可能取決於美國的關稅、中國的刺激政策以及日本的結構性變化。穩定的基本面讓我們有理由對投資級債券持審慎樂觀的態度。

27 大宗商品

29 貨幣

31 研究資源

32 必要信息披露

除另有說明外，所有價格均為 2024 年 11 月 15 日的收市價（美元）。

全球透視 2025 年展望

市場概況

股票平衡之道

Jim Allworth
加拿大溫哥華

2025 年，全球股市可能會延續過去兩年的強勁漲勢。我們認為，這需要經濟和盈利前景繼續保持韌性。

- **對人工智能（AI）的熱情及其可能帶來的未來經濟增長前景，加上央行減息，推動大部分股票在今年創下新高。2025 年可能會有更多這樣的情況出現，但對未來的樂觀情緒需要經濟持續增長的支持。**
- **估值已經過高，投資者情緒指數也不斷攀升，這表明在股票選擇方面應採取謹慎、深思熟慮的方法。**

全球股市上一次出現低潮是在 2022 年秋季。投資者情緒從該年 1 月的熱烈樂觀轉為 10 月低位時的悲觀。從那時開始，市場突然轉高，再也沒有回落。

在隨後的 25 個月，所有主要股市（除中國外，直到最近）均大幅上漲，其中標普 500 指數上漲 68%，漲幅驚人。

在很大程度上，標普指數的急升是由一些巨型科技股所促成的，這些科技股在 AI 開發方面的龐大支出承諾提升了這些公司在未來幾年實現超額銷售和盈利增長的前景。

在央行減息的推動下，對 AI 的熱情增強了人們對未來經濟增長的樂觀情緒，推動大多數股票連續創下新高。從「非加權」版標普 500 指數的表現可以更清楚地看出這一點，該指數剔除表現強勁的「七大」科技股所帶來的大部分不均衡表現。這個等權指數的升幅雖然較不顯著，但仍達到令人驚訝的 48%。

「非美股」指數的升幅遠高於平均值，但漲幅較小。「非美股」指數均未包含任何「七大」科技股，且一般較少涉足科技產業。

兩年來，隨著市場走高，估值也發生重大變化：標普 500 指數上漲 68%，但該指數的每股收益僅上漲 12%。目前市盈率為 24.7 倍（過去 12 個月），較 2022 年 10 月低位時的 16.4 倍高出一半。

股票估值沒有不能超越的絕對界限。根據普遍預期，2025 年的收益將增長 14.6%，達到 $276。我們認為，明年指數再創新高並非不合理，市盈率（過去 12 個月）也可能突破今年的近 25 倍。

經濟衰退的現實

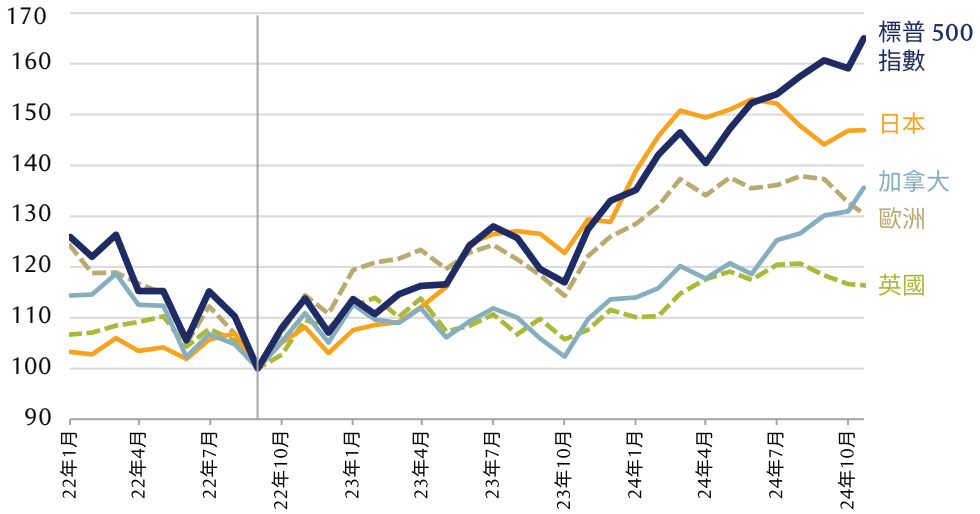
股市往往會繼續朝主流方向發展，直到出現某種情況迫使其轉變。市場修正（Corrections）來來去去難以預測，而且通常不會持續太久，市場很快就會收復失地。另一方面，熊市則會維持較長時間，而且會造成較大的（雖然是短暫的）價格跌幅。一個多世紀以來，這些較大的跌幅總是與美國經濟衰退有關。

美聯儲的緊縮週期會否引發衰退，目前仍是未知之數。經濟衰退往往在美聯儲首次加息後平均 10 個季度後開始。現在是第 11 個季度。在超過半數的衰退中，首次加息與衰退開始之間的距離平均長於 10 個季度。

當然，也有可能不會出現經濟衰退，這樣牛市還有進一步發展的空間。我們特別監控 2 項與市場相關的指標，以判斷市場是否已失去動力。

主要指數連續兩年上升

股票指數相對於 2022 年 9 月的表現



資料來源——FactSet；日本以東證指數表示，加拿大以標普／多倫多指數表示，歐洲以 MSCI 歐洲除英國指數表示，英國以 MSCI 英國指數表示。

一個是市場廣度——大多數股票是否與大市同步變動？答案仍然是肯定的。標普 500 指數、道瓊斯工業平均指數和紐約證券交易所綜合指數的新高，包括 11 月初創下的新高，都與各自的漲跌線以及標普 500 指數和道瓊斯指數的「非加權」版的新高相匹配。從歷史上看，在牛市達到最終峰值之前，市場廣度通常會降低。目前尚未出現這種負面分歧。只要市場廣度指標與主要市場指數保持同步，我們就有望看到股市創出更多新高。

我們也在關注投資者的情緒，過去 1 年，投資者的情緒是中度樂觀。然而，最近一些情緒指標顯示，投資者的情緒較為高漲。例如，RBC 資本市場「美國股票策略團隊」編製的「股票期貨市場看漲指數」最近創下歷史新高，而在美國經濟諮商局 10 月的消費者信心調查中，51.4% 的受訪者「預期未來一年股價會上漲」，這是自 1987 年首次提出這一問題以來的最高讀數。

投資者熱情高漲的部分原因可能與美國大選有關，這種熱情在未來幾個月可能會減弱。如果情況沒有改變，那麼持續高漲的樂觀情緒和前面提到的單邊部署可能意味著大多數感興趣的投資者已經入市。為了吸引新的買家，市場可能需要一段時間的價格走低和更具吸引力的估值。

這在很大程度上取決於 2024 年標普 500 指數每股 $241 的盈利預測和 2025 年每股 $276 的預測是否能保持。正如 RBC 資本市場有限公司的美國股票策略主管 Lori Calvasina 所言，「市場估值（市盈率）還有進一步上升的空間，但幅度不會很大。」我們認為，投資者已經為這些盈利前景付出了高昂的代價，可能不願意再付出更多。

我們認為，即使能夠避免更嚴重的經濟下滑或衰退，通往更高股價的道路也將充滿挑戰，需要投資者小心謹慎地前行，並管理好沿途偶爾出現的回落。

觀望、謹慎，但繼續投資

我們預期，市場廣度與情緒指數可協助我們判斷未來幾個月的走向。我們認為，在平衡的全球投資組合中，未來一年的適當部置是股票投資保持在長期目標水平，但不超過該水平。我們的口號一直是「觀察、謹慎，但繼續投資」。

> *展望 2025 年的前景，全球經濟中強大的趨勢可能會繼續發展，並可能對投資組合產生重要影響。欲了解更多相關信息，請參閱我們另一篇焦點文章《無法阻擋的趨勢》。*

全球透視 2025 年展望

焦點文章

《無法阻擋的趨勢》

Frédérique Carrier
英國倫敦

Jim Allworth
加拿大溫哥華

2025 年之後，全球經濟將出現涉及變革性創新和人口結構變化的4大高度可預測趨勢。在未來幾十年，這些趨勢將改變我們的生活、工作以及相互交流的方式，我們相信它們能夠提供一種極具吸引力的方式，將投資組合與未來緊密相連。

- **我們認為，為避免落後於時代的高昂代價，科技公司和非科技公司的 AI支出將繼續增長。**
- **隨著世界人口老齡化，為不再有收入來源的人提供照顧和資金支持的成本將不斷攀升。**
- **可再生能源將成為最主要的電力來源，因為它們已經成為最便宜的能源。**
- **在快速擴張和成本下降之後，公用事業規模的存儲設施成為確保可靠能源基礎設施的變革性力量。**

持續的 AI 投資

AI 的開發與應用支出將從目前的高水平進一步加速，因為科技公司——從「巨型」到「小型」——都在努力避免落後於人。自 2020 年以來，微軟每年在 AI 方面的支出已增加 2 倍，接近 $600 億。

與此同時，非科技公司也在加大對 AI 應用的投資，以保持成本結構的競爭力。舉例來說，全球專業服務公司 Accenture 在 2024 年財政年度前首 3 季 (截至 8 月底) 的 AI 訂單已超過 $20 億，相較之下，2023 年財政年度全年的訂單只有 $3 億。

到目前為止，這些投資幾乎沒有帶來任何財務回報，但大多數公司堅持認為，這些投資已經帶來很高的「體驗式」回報，這一點可能至關重要。我們認為，落後的可能性使得支出不足成為一種冒險的策略。根據美國人口普查局估計，只有 6.6% 的美國公司將 AI 應用於商業，我們認為這個比例未來可能會持續增加。

AI 設備製造商和軟件供應商是新科技的受益者，其股票估值已明顯上升。我們認為，投資組合中包含參與「生成式人工智能」（GenAI）的基礎設施的公司（例如電力生產、傳輸、存儲、數據中心建設和數據傳輸）可能會從中受益。然而，在這些領域投入大量資金可能需要 10 年或更長時間才能實現。

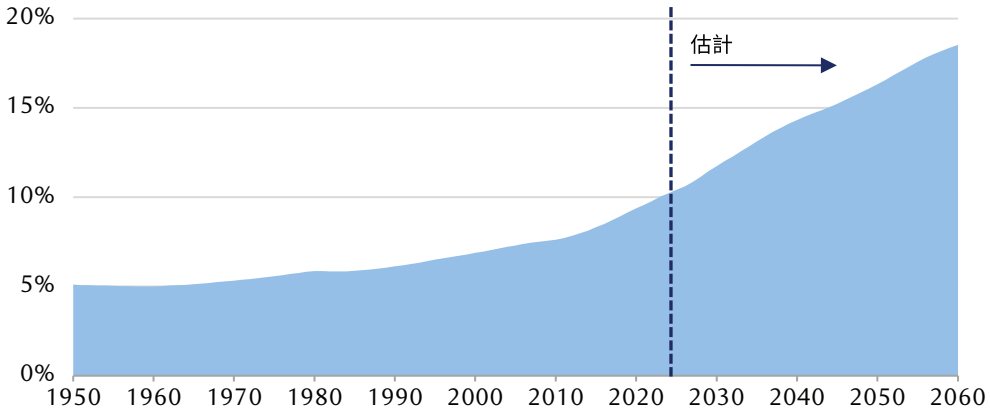
採用新科技解決方案的公司股票也可能受益，但我們認為投資者應該評估新科技是如何實施的——是為了增加銷售額、降低成本還是提高生產力——並密切關注競爭對手。如果競爭對手也在有效運用 GenAI，任何競爭優勢都可能迅速消失。

> *有關這個主題的更多資訊，請參閱我們《創新》（Innovations）系列的文章：《生成式 AI：推動者與採用者》（Generative AI: enablers and adopters）及《探討人工智能（AI）和生成式人工智能（GenAI）對各行業的影響》（Exploring the impacts of AI and GenAI across industries）。*

銀髮浪潮

全球不斷增加的老年人口將需要照顧。幾十年來，我們一直關注「銀髮浪潮」的到來，現在它真的來了。在所有的主要經濟體（以及大多數其他經濟體）中，65 歲以上人口的比例已經激增到前所未有的水平。即使是 80 歲以上的族群，曾經只是微不足道的少數，現在也迅速成為各地不容忽視的族群。根據世界衛生組織的數據，到 2050 年，全球 65 歲及以上人口將接近 16 億。

全球 65 歲以上人口百分比



資料來源——聯合國 2024 年世界人口展望

照顧一個快速增長且不再賺取收入的族群所需的費用，是一個急需解決的問題。阿爾茨海默氏症協會 (Alzheimer's Association) 估計，到 2024 年，美國 65 歲及以上人口罹患阿爾茨海默氏症的總醫療照護成本將達到 $3,600 億美元，相當於癌症和心臟病照護的總和。阿爾茨海默氏症協會還指出，數百萬家庭成員和無償照護者已經提供 184 億小時的照護，2023 年的價值為 $3,466 億。

鑑於政府和家庭都要承擔這些高昂的費用，而且人的一生中多達 20% 的時間都在與晚年慢性疾病作鬥爭，科學家正在研究如何延長健康壽命，即一個人在老年時期健康生活的年數。

關於如何將這一主題落實到投資組合中的建議包括：

- 生物科技公司，優先考慮具有重大需求的疾病，並證明有能力實施精心設計的臨床試驗
- 金融業，如財富管理和保險，需要幫助人們制定計劃，以免在有生之年把錢花光。
- 房屋建築商，希望滿足日益增加的需求，建造多代同堂的家庭住宅和單身公寓

> *欲了解更多相關信息，請參閱我們的《創新》（Innovations）系列文章《長壽：破解衰老密碼》（Longevity: Cracking the aging code）。*

可再生能源的持續發展

我們認為，可再生能源將成為最主要的電力來源。在 20 多年前政府補貼的帶動下，風力發電場、太陽能集熱裝置以及現在的能源儲存設施的安裝，已將可再生能源的成本（無補貼）降低到一定水平，很快就會使其成為許多國家成本最低的能源。事實上，可再生能源每千瓦時的成本已大幅下降至 20 年前無法想像的程度。

因此，根據《從數據看世界》（Our World in Data）的報告，截至 2023 年，美國近四分之一的電力來自可再生能源，中國接近三分之一，英國更高達 46%。

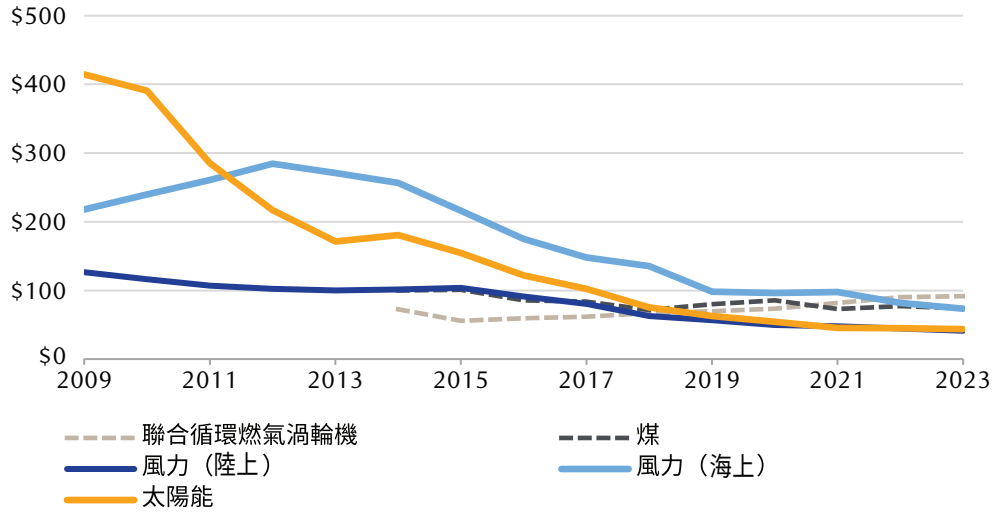
儘管即將上任的特朗普政府將美國的化石燃料生產放在首位，但由於可再生能源的成本優勢突出，其採用幾乎肯定會持續下去。

德州長期以來都是美國化石燃料的代名詞，但根據德州公共賬目審計署的資料，該州目前在風能領域居於全國領先地位，同時太陽能產量在過去 3 年也增加了 2 倍。

德州並非唯一利用可再生能源成本優勢的地區。十多年來，全球新太陽能發電裝機量經常超過國際能源署 的 5 年預測，有時甚至高出 100% 或更多。

太陽能和陸上風能項目在最低電價下即可達到收支平衡

全球電力平準成本，美元／兆瓦時



電力平準成本（LCOE），是指電力項目收回全部成本並達到預期回報率所需的長期收支平衡價格。平準成本不包括補貼或稅收抵免。2014 年之前的煤炭和天然氣發電廠數據不詳。

資料來源——BloombergNEF

據全球太陽能理事會估計，全球太陽能發電裝機容量已達到 2 兆瓦，即相當於約 70 億塊太陽能電池板，足以為 10 億戶家庭提供電力。這比 2 年前的裝機容量增加了 1 倍，增長速度驚人。

事實證明，新可再生能源項目獲得批准所需的時間，比建設項目本身所需的時間還要長。許可證審批的積壓量很大，而且還在不斷增加，這顯示新的可再生能源發電裝機的增長速度不可能在短時間內顯著放緩。

可投資領域包括可再生能源設備製造商以及儲能、能源效率及／或智能電網解決方案供應商。

萬物電氣化

可再生能源的成本降低，以及未來裝機容量增加，預示能源使用量將增加，尤其是解決了風能和太陽能的間歇性問題後。

技術、管理和系統工程的改進，一直在改變傳統電網的設計和管理，以適應可再生能源。因此，在某段時期，加州 95% 以上的電力可由風能和太陽能發電，而丹麥整個電網也可完全依靠風能運行。

但我們認為，真正具有革命性的是公用事業級存儲設施（即所謂的電網級電池）的迅速擴張。傳統上，水力發電是通過在山頂和山腳的水庫之間調水來實現大規模儲能的。根據澳洲國立大學的一項研究，儘管取決於地形，但全球有許多地點在物理和政治上都適合開發抽水蓄能設施，足以滿足目前雙倍的電力消耗。然而，近期利率和建築成本上漲，可能使得許多此類場地在財務上不如公用事業規模的存儲設施可行。

如今，巨型電池排列在成排的棚屋中，是儲存電力的首選技術。隨著價格的下降，這些裝置終於開始流行起來。彭博新能源財經研究小組估計，截至 2023 年的 5 年內，每千瓦時存儲容量的固定鋰電池平均成本下降了約 40 %。此外，新技術與化學原料也正在開發中。前景看好的替代品包括鈉離子電池和鎳氫電池。

國際能源署估計， 2023 年全球安裝了 90 千兆瓦（gigawatts）的電池儲存設備，是前一年安裝量的 2 倍。顧問公司 Bain & Company 估計，在 10 年內，電網規模的儲能市場每年至少會擴張 40%，甚至更多。

能源是許多工業、企業和家庭的主要成本。將大量、低成本的可再生能源從生產地運送至需要的地方，本身就是一項重大的工業事業。

從 AI 和數據中心激增所需的伺服器場所數量快速增加，到鋼鐵、水泥和化學品生產等能源密集型產業，再到全球溫度上升導致的全球空調需求增加，我們相信，即使可再生能源成本下降，電力需求仍可能持續大幅上升。電網規模的電池可增強能源彈性，平衡供需波動。我們認為，那些將電網規模電池與核能結合的國家，如中國和法國，可以建立特別強大和可靠的能源基礎設施。在我們看來，投資機會比比皆是。

調整投資組合以適應未 來趨勢

《無法阻擋的趨勢》（我們描述的 4 個關鍵主題），是長期趨勢，可能會在未來幾十年內持續下去。我們相信，投資組合應可從這些增長領域中獲益。然而，無論這些前景有多誘人，投資者必需確定宏觀經濟環境有利、商業模式穩健，以及股票估值不會與增長前景嚴重脫節。

> *有關 2025 年股市展望的更多資訊，請參閱我們《2025 年展望》的另一篇焦點文章：《股票平衡之道》。*

全球透視 2025 年展望

美國

- 我們對美國股市持樂觀態度，但更複雜的投資環境要求我們保持靈活，並對回報預期切合實際。
- 到 2025 年初，美聯儲可能不會進一步減息，但今年稍後是否會再次加息？

美國股票

Kelly Bogdanova
美國三藩市（舊金山）

一般而言，市場在任何時候都會面臨多種不確定因素，但 2025 年也有異常複雜的因素可能影響表現，並可能產生波動*和*機會。

毫無疑問，市場人士在 2025 年會更密切注意華盛頓特區——儘管我們幾乎沒有看到任何證據顯示其政策是長期推動美國股票回報的關鍵因素。

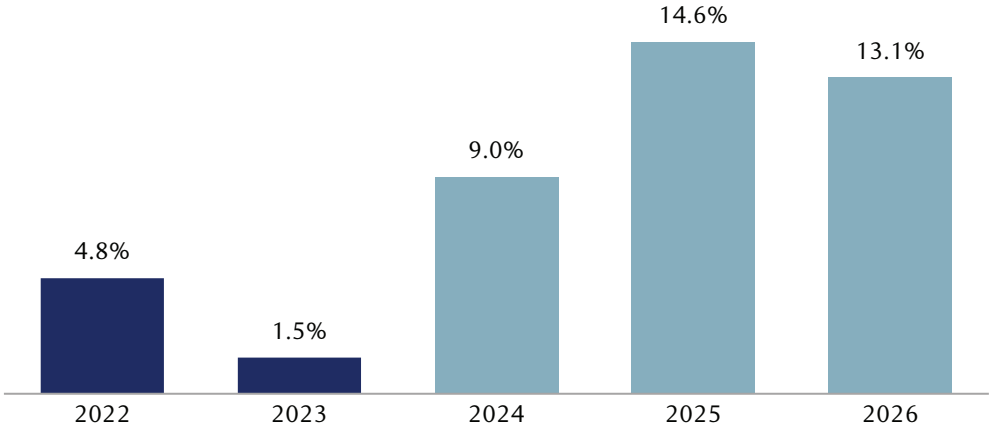
除了特朗普政府和共和黨領導的國會可能推出的促增長稅收和監管政策外，市場還可能需要應對近 100 年來最激進的關稅政策。這使得美聯儲預測通脹和 GDP 增長以及適當調整利率的工作變得更加複雜。關稅的未知因素（包括各貿易夥伴的反應），令行業及股票的選擇變得複雜。

RBC 全球資產管理有限公司的首席經濟學家 Eric Lascelles 預期，在其他條件不變的情況下，當選總統特朗普的政策將小幅提升當年的經濟增長。他預測 2025 年的 GDP 增長率為 2.3%，前提是實際關稅稅率低於特朗普最初提出的方案，即對中國商品徵收60% 的關稅、對其他國家商品徵收 10% 的關稅。Lascelles 的 GDP 預測高於彭博預測的 1.9%。

2.3% 和 1.9% 的 GDP 成長差距對標普 500 指數的利潤（市場的基礎）至關重要，並影響著「七大」科技股行業以外的利潤和回報是否進一步增長。在強勁的經濟增長和「七大」科技股豐厚利潤推動下，美國股市在過去 2 年大幅上漲，我們認為， 2025 年 14.6% 的按年盈利增長估計似乎過於強勁 。我們認為需要 2.3% 或以上的 GDP 增長率才能達到這個目標，而且需要的不僅是以科技股為導向的股票。14.6% 的盈利增長率可換算為每股收益 $276，高於 RBC 資本市場預測的每股 $271，這意味著 2025 年標普 500 的價格回報率約為 10%。

在我們看來，2025 年 14.6% 的利潤增長預測似乎過高，這需要相對強勁的 GDP 增長。

標普 500 指數按年盈利增長和普遍預測（淺藍色）



資料來源——Refinitiv I/B/E/S；截至 2024 年 11 月 22 日的數據

我們對美國股市持樂觀態度，但也因其複雜性而保持警惕。投資者應控制回報預期，我們建議年初不要對行業進行大幅增持。我們認為，2025 年市場將提供機會，讓我們利用行業和產業定價錯位帶來的優勢。靈活變通。

美國固定收益

Thomas Garretson
（特許財務分析師）
美國紐約

美聯儲可能很快就會暫停減息。由於就業市場的健康狀況仍存在疑問，我們預計美聯儲在 2025 年第 1 季仍會傾向於進一步減息。但我們認為，即將上任的特朗普政府主張的增長政策可能會使原本強勁的美國經濟過熱，從而引發人們對再次出現通脹的擔憂。我們相信，美聯儲將在第 1 季繼續減息，然後在 4.25% 左右的政策利率處暫停。

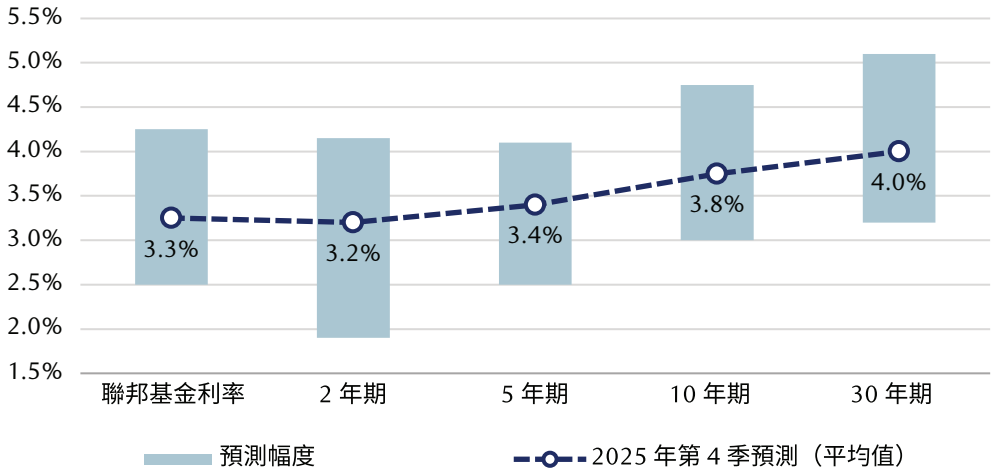
2025 年加息的可能性是存在的。雖然加息的可能性不大，但與 20 世紀 90 年代末的情況類似，美聯儲可能會根據經濟發展情況不斷調整政策。通脹率上升最有可能促使央行採取行動，不過，經濟勢頭增強也可能促使他們收緊政策以保持平衡。

我們認為，2025 年國庫券收益率曲線的形狀，將告訴投資者所需知道的一切。平緩的收益率曲線將是衡量美聯儲是否成功保持經濟、通脹與就業市場平衡的重要指標。如果收益率曲線因為短期收益率上升而再度倒掛，這可能表示市場預期美聯儲將調高利率，以抵銷增長與通脹的壓力。正如我們預計美聯儲會在 2025 年將利率維持在 4.25% 的水平，我們預期 10 年期國庫券收益率明年將在類似水平附近波動（但結果波動的範圍較大）。

固定收益市場的收益率可能仍將遠高於歷史平均水平。經濟樂觀情緒推動信貸市場估值達到歷史最高水平，而未來減息次數減少意味著現金和短期證券將提供可觀的收益。然而，在整個 2025 年，我們仍偏向於增加存續期，並減少信貸風險。

預計 2025 年收益率仍會下降，但幅度很難預測

2025 年底美國國庫券收益率的普遍預測



資料來源——RBC 財富管理、彭博的分析師共識調查（對 2025 年 11 月的預測）

全球透視 2025 年展望

加拿大

- 儘管存在潛在的經濟阻力，但我們相信，強勁盈利增長的預期將推動股市發展，合理的估值也將為股市提供支持。
- 加拿大央行持續減息應能支持 2025 年的固定收益回報，但我們預計信貸表現將不及 2024 年。

加拿大股票

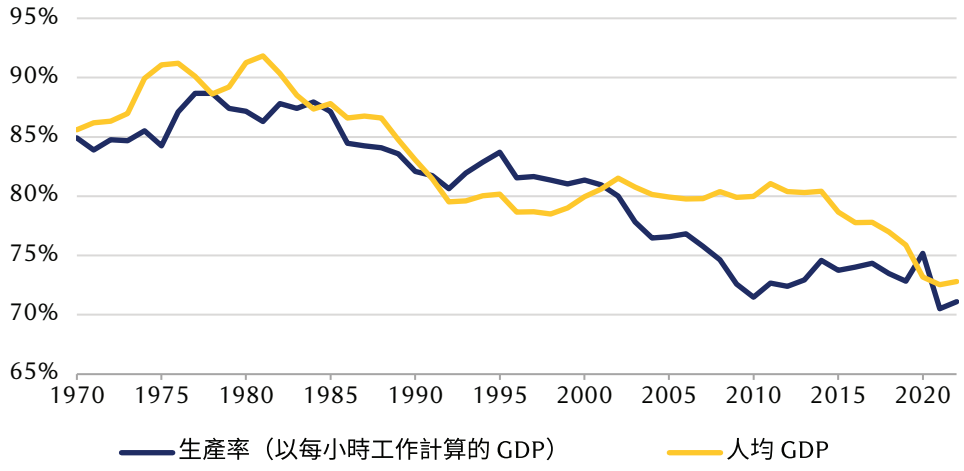
Sunny Singh
（特許財務分析師）
加拿大多倫多

我們認為，2025 年加拿大的經濟狀況會比美國經濟更遲滯。如下頁圖表所示，加拿大的生產力相對於美國大幅放緩，限制了經濟增長。此外，據 RBC 經濟研究部稱，最近宣佈的減少移民目標，雖然可能有助於平衡房地產市場，但可能會在未來 3 年中使 GDP 預測值減少近 1 個百分點。最後，我們注意到，特朗普重回白宮可能對加拿大經濟造成的阻力 (例如：全面關稅、重新談判貿易協定，以及美國石油產量增加)。

加拿大央行於 2024 年 6 月開始減息週期後，投資者對消費支出的憂慮逐漸緩和，讓加拿大銀行股反彈。踏入 2025 年，我們認為分散投資於銀行組別是審慎的做法，以便為各種結果做好準備。如果股市轉向更加謹慎，目前表現良好的銀行將繼續超越同業。然而，如果經濟衰退的可能性繼續緩解，隨之而來的信貸可能會有所緩解，我們或會看到 2024 年陷入困境的銀行的相對業績有所改善。

自 1980 年代起，加拿大的生產力相對於美國持續下降

加拿大的生產力和人均 GDP 相對於美國



資料來源——經濟合作與發展組織、RBC 經濟研究部；經購買力平價（PPP）調整，GDP 以 2015 年美元為單位

大宗商品的價格會再次影響能源板塊的表現。我們認為油價可能在一定幅度內波動，地緣政治風險為油價提供下限，而過剩的產能則為油價提供上限。我們認為，每桶 $65–$75 美元的價格幅度，能夠為能源股帶來可觀的回報。能源投資者應該能夠通過股票回購和股息獲得可觀的現金回報，這是因為公司現在擁有更雄厚的資金和可控的支出需求，能夠應對嚴峻的經濟形勢。

總的來說，我們相信在 2025 年，強勁的盈利增長預期和合理的估值水平（尤其是與美國股市相比）將為加拿大股市提供支撐。

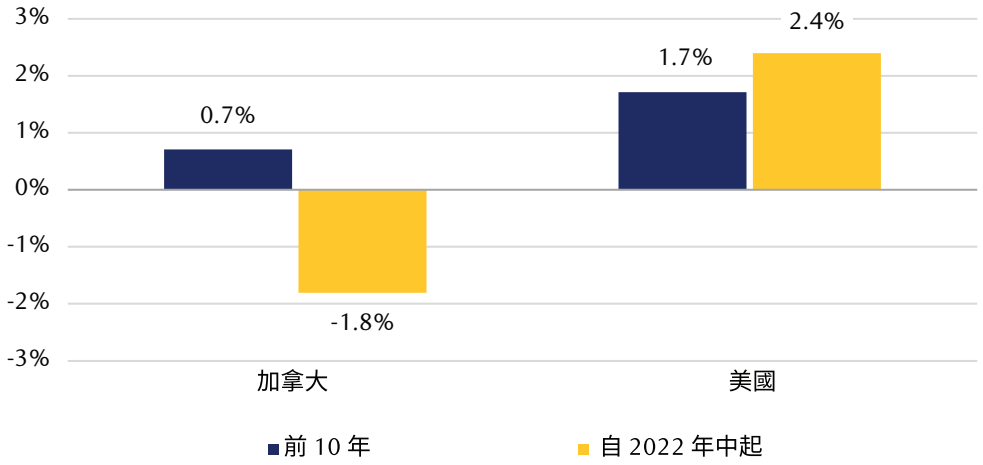
加拿大固定收益

Josh Nye
加拿大多倫多

加拿大央行在 2024 年減息的幅度高於 G7 國家，但加拿大經濟仍持續感受到限制性貨幣政策的影響。自 2022 年年中加拿大央行加速緊縮週期以來，加拿大的人均經濟持續萎縮。與此同時，美國經濟（經人口調整後）的 GDP 增長強勁，甚至超過前 10 年的速度。經濟情況與央行政策的分歧，導致加拿大債券收益率下降，而債券價格相對於美國則有所上升，使得加拿大固定收益在 2024 年的表現略為領先。

按人口調整基準計算，加拿大經濟正在收縮，而美國經濟則以健康的速度擴張

人均實際 GDP 的年度平均增長率



資料來源——RBC 財富管理，彭博

雖然目前美國與加拿大政府債券收益率的息差比幾十年來都要大，但隨著加拿大央行繼續以比美聯儲更快的速度下調政策利率，息差在 2025 年還有進一步擴大的空間。我們相信，儘管美國國庫券收益率可能較高，但由於加拿大央行減息的幅度較大，加拿大政府債券在 2025 年仍將與美國國庫券保持競爭力。這種分歧可能會進一步打壓加元，加元兌美元匯率最近跌至 2020 年以來的最低水平。

儘管加國經濟環境充滿挑戰，但在風險偏好普遍改善的情況下，加拿大公司債券息差（衡量投資者因承擔信貸風險而獲得的額外收益率）於 2024 年收窄。相對於到期日相近的政府債券，這使得公司債券獲得了超額回報。我們認為，這種情況在 2025 年持續的空間較小，目前息差較小，如果加拿大經濟進一步惡化或風險情緒減弱，息差可能會擴大。

加拿大的優先股市場在 2024 年上半年表現良好，主要受惠於一系列特定資產類別的利好因素，以及市場對風險較高資產的強烈需求，但這種增長在下半年放緩。由於優先股的估值現在看來吸引力大減，我們預期 2025 年的整體回報將較為溫和。

全球透視 2025 年展望

英國

- 英國經濟將面臨更多挑戰，但股市估值的歷史新低則提供了具有吸引力的長線機會。
- 儘管英國金邊債券的發行面臨挑戰，但債券仍然具有吸引力，因為英國金邊債券收益率處於 1 年來的最高水平，信貸市場仍存在一些機會。

英國股票

Frédérique Carrier
英國倫敦

Thomas Garretson（特許財務分析師）
英國倫敦

英國經濟在 2024 年的表現優於投資者預期，但 2025 年的 GDP 增長預測為 1.3%，前景仍然低迷。我們認為，美國可能徵收關稅將對英國經濟產生負面影響，但英國受到的*直接*影響可能小於歐盟國家。英國對美國的出口僅佔 GDP 的 2%，德國則為 4%。此外，與鄰近國家相比，英國的經濟更以服務業為主。

但我們認為，英國經濟也可能受到間接影響。由於歐盟地區的整體增長受到貿易不確定性的限制，對歐盟的出口可能會下降。即使英國脫歐，歐盟仍然是英國最重要的出口市場，佔英國出口總額的 42%。此外，美國建議的關稅及任何潛在的報復行動可能會打擊英國企業的信心。

政府可能無法採取太多措施來抵消關稅對經濟增長的負面影響，因為政府在最近的預算中已經花費了大部分可用資金。英國央行關注服務通脹，可能不願過快放鬆貨幣政策。

富時綜合股價指數在全球經濟放緩期間通常表現良好（這並非我們的基線預測），因為它包含醫療保健、公用事業和必需消費品等防禦性行業的公司。相反，在增長行業受到青睞的時期，由於在科技股的比重較小，它往往表現不佳。

與其他市場相比，英國的估值仍接近歷史低位。即使考慮到行業差異，富時綜合股價指數的市盈率也遠低於全球發達市場的長期平均值。

總體而言，我們建議對英國股票的持有低於市場比重，但精選優質大型企業股仍具有長期吸引力，因為它們與其他市場上市的大型企業股相比估值較低。我們偏好與英國消費開支有關的股票，這些股票應可在未來 12 個月受惠於英國央行減息。

相對於全球股市，英國股市估值處於 10 年低位

富時綜合股價指數的 12 個月遠期市盈率相對於 MSCI 全球指數的市盈率

資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 13 日的數據

英國固定收益

Rufaro Chiriseri
（特許財務分析師）
英國倫敦

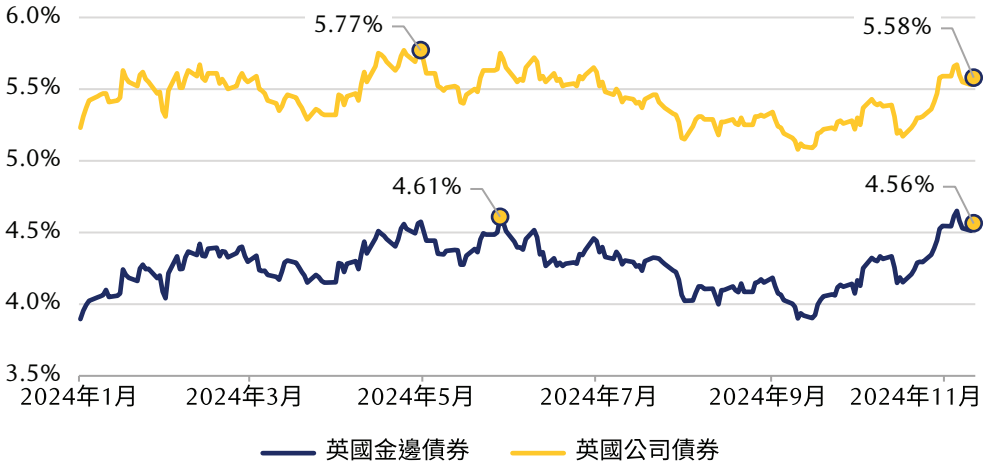
英國央行對目前通膨數據較為滿意，但未來風險仍存在。根據預算責任辦公室的預測，預算案將提昇 GDP 增長，但也會在 2025-2029 年的預測期間內，重新引發通膨，超過英國央行的目標。儘管英國央行避免評論刺激性財政政策和潛在美國關稅對經濟的影響，但我們認為其 11 月預測中的訊息非常清晰。根據央行的預測，通脹會於 2027 年第 1 季重返目標，較 8 月預估的時間延遲 1 年。

市場預測 2025 年上半年的央行利率為 4.25%，如果通膨數據與英國央行的預測大致相符，這似乎是合理的。相對於英國央行的預測，如果關稅和政府開支推動通脹持續上行，2025 年的政策寬鬆可能會受到限制。

債務管理辦公室對未來幾年的預測顯示，金邊債券總發行量將維持在 10 年歷史平均值以上（不包括 2020 年，該年因新冠疫情而發行量較大）。儘管即將出現 1,420 億英鎊的額外借款，但金邊債券的需求仍然強勁。我們認為短期內財政及供應過剩的風險已大致反映在價格上，10 年期金邊債券收益率處於 1 年高位，因此我們傾向增加投資組合的存續期。

由於金邊債券收益率上升，公司債券收益率對存續期的補償約為 1 年期平均值。我們認為整體收益率具有吸引力，但收益率之間的差距已大幅縮小，使其更加昂貴。我們認為這種差距很有可能會從目前的低位再度擴大。由於僱主的國民保險供款增加及最低工資提高，公司難以轉嫁增加的勞工成本，因此將面臨潛在的不利因素。我們對短期配置持審慎及選擇性態度，並偏好必需消費品、工業及金融股。

英國債券收益率接近 2024 年的峰值水平



資料來源——RBC 財富管理、彭博；收益率以彭博英鎊公司債券綜合指數和英鎊金邊債券指數為代表；截至 2024 年 11 月13 日的數據

全球透視 2025 年展望

歐洲

- 特朗普就任總統為歐洲帶來更多挑戰，儘管該地區股票估值不高，但前景黯淡。
- 我們認為，在美國關稅問題進一步明朗之前，市場將繼續預期歐洲央行會實施貨幣寬鬆政策。

歐洲股票

Frédérique Carrier
英國倫敦

Thomas Garretson
（特許財務分析師）
英國倫敦

即將上任的美國總統特朗普建議對歐洲所有進口產品徵收 10%-20% 的全面關稅，這帶來相當大的不確定性。即使不全面實施，關稅也會對本已疲弱的經濟增長造成不利影響。歐洲是一個非常開放的經濟體，與美國有著巨大的貨物貿易順差。此外，如果特朗普對中國徵收 60% 的關稅，中國可能會將出口轉向其他國家，從而可能進一步加劇歐洲在這些市場上的競爭。我們認為，整體而言，歐洲的企業情緒可能會受到影響。

這些挑戰可能會令歐洲央行加快減息週期。鑑於近期的緊縮貨幣情況，減息將有助歐洲經濟，尤其是由於其對利率高度敏感。儘管如此，我們認為，2025 年的國內和地緣政治格局既複雜又充滿挑戰。

這些情況可能促使歐盟盡快採取行動，推行改革以振興經濟並提高生產力。投資者希望 2025 年的德國選舉可產生較能發揮功能的領導階層，也希望新委任的歐盟委員會及其他國家領導人能夠促進團結。然而，我們認為，情況並無快速解決方法。

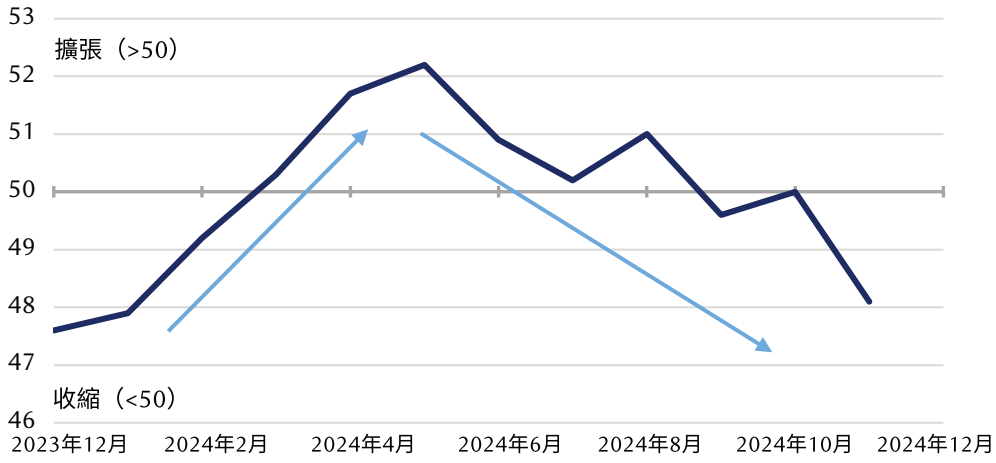
這些挑戰似乎已反映在股票估值上，但鑑於近期不利因素明顯，有必要對歐洲股票進行適度減持。

然而，我們認為歐洲是一個適合主動選股而非被動指數投資的地區，因為其股市並不能代表其經濟。目前，多達 60% 的歐洲上市公司收入來自*區外*。

我們將重點關注受益於並推動全球結構性趨勢的世界領先企業，尤其是半導體製造設備、電氣和機械工程、工業氣體和醫療保健等領域。

歐洲經濟復蘇力度似乎在 2024 年中期逐漸減弱

HCOB 歐元區綜合採購經理指數



資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 22 日的數據

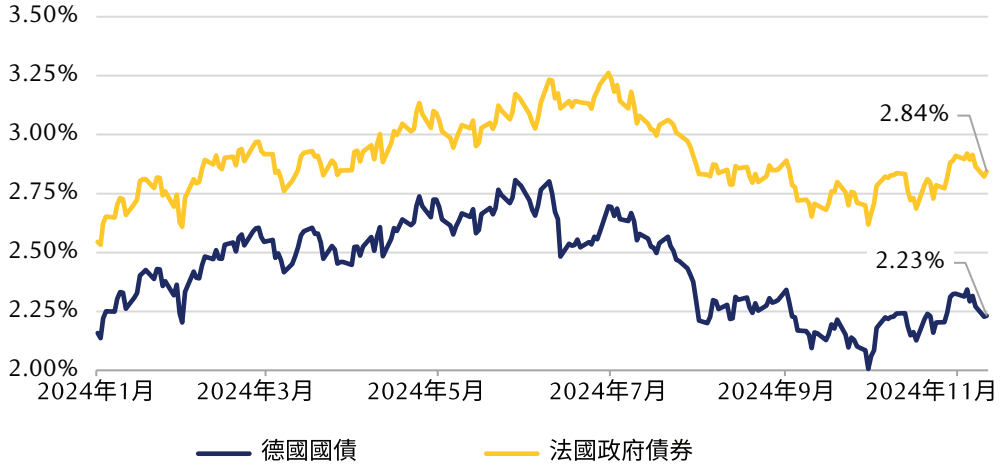
歐洲固定收益

Rufaro Chiriseri
（特許財務分析師）
英國倫敦

歐洲央行必須面對各國經濟增長的差異，因為北部經濟體的前景明顯弱於南部經濟體。歐洲央行將權衡美國可能加徵 10%-20% 的關稅，這將對歐洲出口造成重大打擊。歐洲央行副行長 Luis de Guindos 表示，美國徵收關稅將導致產出減弱、價格壓力增加，並擾亂既有的貿易流程。關稅的影響，以及歐盟的反應，目前都難以估計。我們預期會進行關稅談判；因此，影響不會即時顯現。在經濟增長轉弱的背景下，我們預期由 12 月至 2025 年上半年將累積減息 100 個基點，並認為目前市場定價 125 個基點過於激進。考慮到經濟下行風險，我們認為如果潛在的關稅減少，歐洲央行可能會傾向於以較慢的速度放寬政策。

法國風險溢價仍然偏高

法國與德國債券的收益率利差仍高於年初至今的平均值



資料來源——RBC 財富管理、彭博；德國和法國債券收益率以彭博歐元綜合國債指數為代表；截至 2024 年 11 月 13 日的數據

最近德國政府垮台，使該國有可能採取刺激性較強的財政政策，在未來政策明朗之前，政府債券的反彈可能有限。我們維持法國債券的比重偏低，並偏好荷蘭、西班牙、政府機構債券及多國債券，因為這些債券的息差相對於德國債券具有吸引力，在評級較低的國家中，我們繼續偏好希臘而非義大利。

從過去 1 年的表現來看，歐洲債券顯得昂貴，低質量債券的息差縮小幅度最大。公司基本面及強勁需求可能會在短期內支持息差，但汽車、工業及物料等受美國出口影響的行業可能會將息差從當前水平拉大。因此，我們認為採取謹慎且選擇性的做法較為有利。

全球透視 2025 年展望

亞太地區

- 美國當選總統特朗普提出的關稅政策、中國的刺激經濟措施，以及日本結構性改革所帶來的經濟增長，都可能影響亞洲股市的前景。
- 2025 年，亞洲信貸市場將面臨貿易和地緣政治壓力，但穩定的基本面和有針對性的刺激措施為投資級債券提供了謹慎樂觀的前景。

亞太地區股票

Jasmine Duan
中國香港

Nicholas Gwee
（特許財務分析師）
新加坡

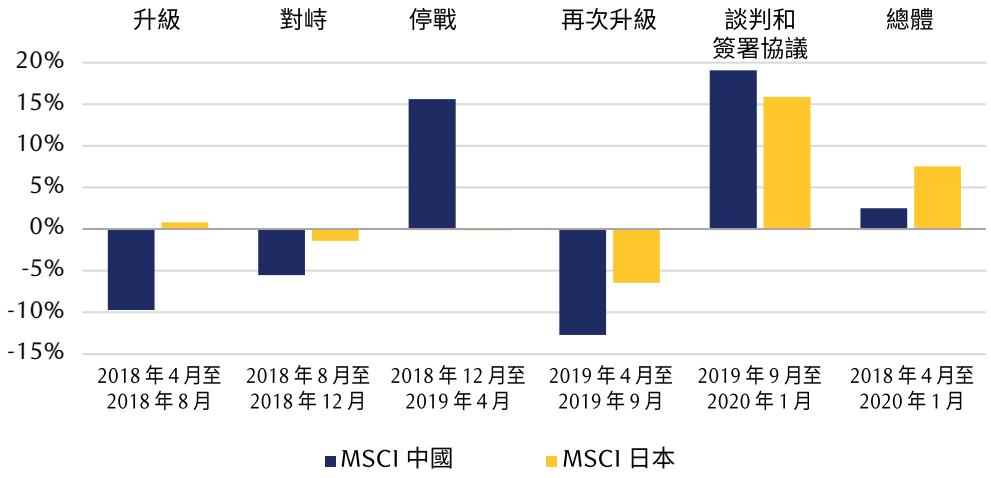
我們相信，2025 年中國市場的焦點將是刺激措施的宣佈和實施。繼 2024 年 9 月政策轉向後，官方已開始推出穩定經濟及支持股市的措施。隨著美國新政府於 2025 年 1 月上任，並於其後推出政策，我們預期中國將以更多刺激措施作回應。

美國可能會對中國貨品徵收 60% 的關稅，並實施更多貿易限制，這可能會導致中國股市出現波動。RBC 全球資產管理估計，此類關稅可能會在實施 2 年後使中國的實際 GDP 總量減少 1.6%。然而，如果中國的財政刺激力度足夠大——目前的市場預期至少帶來GDP 總量 1.4%的增長——那麼它就能在很大程度上抵消關稅和出口下降帶來的 影響。

中國經濟增長的一大隱憂是地方政府債務和持續的房地產市場放緩。我們相信政府有決心穩定房地產市場，這對鞏固內需及支持股市估值至為重要。我們對中國股市保持審慎樂觀，因為市場似乎已計入許多經濟不利因素。我們認為 2025 年的上行潛力大於下行風險。

在中美貿易緊張的 5 個階段中，中國和日本股票的表現

回報百分比



資料來源——RBC 財富管理、彭博

我們對日本股市持樂觀態度，理由是：可持續的2%通脹目標即將實現；來自友方外包和本土外包投資的資金流入可能；日本企業提高股東回報的可能性；高儲蓄和工資增長帶來的國內需求上升潛力；以及即將推出的日本個人儲蓄賬戶計劃帶來的零售資金流入。

下行風險包括日本政府退休金投資基金可能將投資從國內股票轉向國內債券，日本央行減少其持有的股票 ETF，以及日圓波動對公司盈利造成壓力。

由於執政聯盟政府在下議院選舉中失去多數席位，日本的政治環境變得更加難以預測。我們相信，新政府可能仍由自民黨領導，首相石破茂的財政議程將不再那麼強硬。

經濟學家的共識是，日本央行將繼續加息至 2025 年底。我們認為，即將上任的特朗普政府將推動美國經濟進一步增長，這對日本股市整體而言是利好消息。然而，由於美國關稅和更嚴格的法規對中國（日本重要的出口市場）帶來風險，我們會對出口商進行篩選。

亞太地區固定收益

Kennard Ling
新加坡

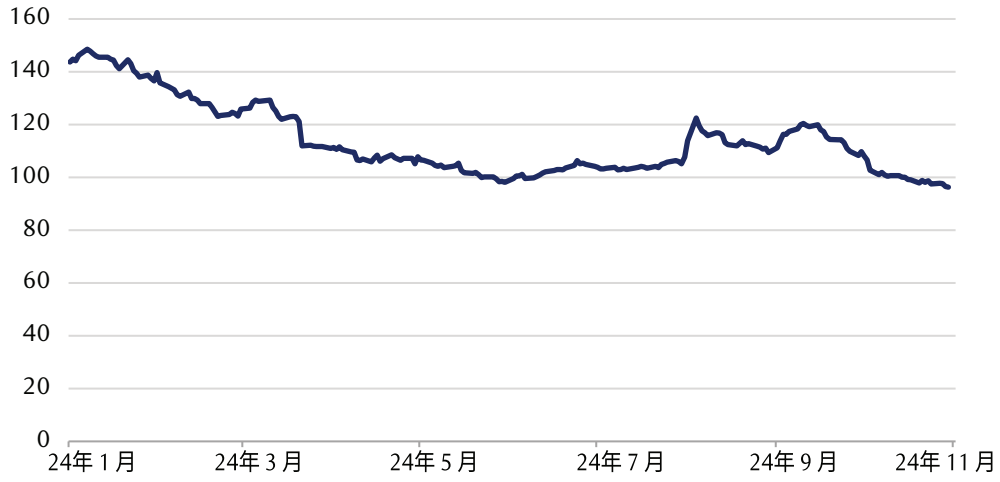
Shawn Sim
新加坡

踏入 2025 年，亞洲信貸市場面臨複雜的宏觀經濟形勢，並受到潛在地緣政治緊張局勢和特朗普政府上任後的美國保護主義政策所影響。由於市場擔心美國可能對亞洲地區徵收關稅，亞洲信貸市場將面臨壓力。儘管信貸息差收窄，我們仍偏好亞洲投資級債券，因預期美國國庫券收益率將上升，美國國庫券曲線將更陡峭。我們認為，亞洲金融機構，尤其是大型銀行，似乎有能力應對貨幣波動，並可能受惠於通脹背景。整體而言，對高總收益率的強勁需求、適度的供應和穩定的基本面，支持我們對亞洲信貸市場持謹慎樂觀態度。

踏入 2025 年，中國將面臨更大壓力，首當其衝的是美國當選總統特朗普的關稅議程，他威脅要對中國進口貨品徵收 60% 的關稅。然而，我們預期這項威脅只是向中國爭取讓步的籌碼，而所徵收的關稅將較預期低。就國內而言，中國於 2024 年 11 月推出一攬子財政方案，旨在應對地方政府債務風險。此前，政府於 2024 年 9 月推出了一輪貨幣刺激政策，旨在振興房地產業並刺激消費。我們認為，未來幾個月可能會公佈更多措施。儘管消費情緒低迷，但食品服務及航空旅遊等行業仍有亮點，展現韌性。投資級債券仍是中國信貸市場的首選。

亞洲(日本除外)美元投資級債券息差於 2024 年 1 月至 10 月收窄

彭博亞洲（日本除外）美元投資級債券指數相對於美國國庫券曲線



資料來源——彭博

日本方面，日本央行的行動持續受到日圓走勢的影響。特朗普贏得大選以及市場對隨後美國國庫券收益率上升的預期導致日圓走弱。如果日圓持續過度疲弱，導致企業的進口價格上漲，並抑制國內需求，日本央行有可能在短期內加息。我們偏好日本的投資級債券，它們應可抵禦日本政府債券收益率上升以及特朗普政府的 10% 至 20% 關稅。

全球透視 2025 年展望

大宗商品

Matt Altro
（特許財務分析師）
加拿大多倫多

原油：供應

2024 年，地緣政治和需求引發的變數，導致當前形勢充滿不確定性，油價也因此波動不定。特朗普計劃在任內增加鑽探，進一步增加市場供應，再加上石油輸出國組織（OPEC+）的報復，可能會導致油價下跌。RBC 資本市場將 2025 年WTI紐約原油的預估價格下調至每桶 68 美元。

天然氣：天氣

高於平均氣溫的天氣導致天然氣價格下跌，但 RBC 資本市場預計冬季將有助於提振價格，電力需求恢復正常也有助於穩定價格。出口增長潛力加上國內需求改善，故 RBC 資本市場預期 2025 年的平均價格為每百萬英熱單位 $3.13 美元。

黃金：金價走高

在央行買盤、中國需求、宏觀不確定性以及減息的推動下，金價在整個 2024 年持續上漲。此外，根據世界黃金協會的黃金需求趨勢報告，黃金需求繼續受惠於 ETF 的投資流入，顯示在更大的經濟不確定性中，散戶投資者的需求持續增加。RBC 資本市場預測 2025 年的價格為每盎士 $2,618 美元。

銅：供應緊張

銅供應持續緊張，因為能源轉型、電動汽車以及美國製造業加速向本土轉移等主題將在未來 1 年及以後成為需求驅動因素。我們認為，儘管全球經濟增長放緩的憂慮仍然存在，但中國財政及貨幣刺激政策的積極轉變可能會令價格上漲。RBC 資本市場預測 2025 年銅價每磅為 $4.50 美元。

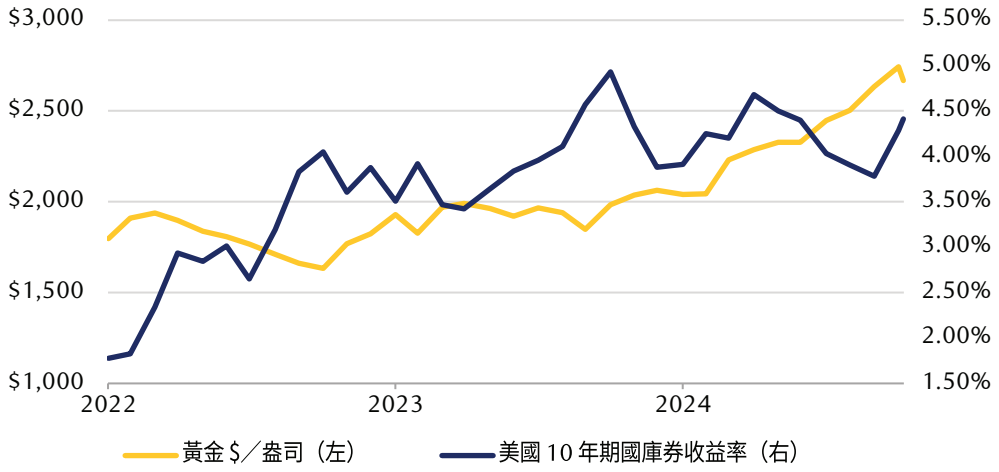
2025 年大宗商品預測

大宗商品	價格
石油（WTI紐約原油每桶 $）	$68.00
天然氣（每百萬英熱單位 $）	$3.13
黃金（每盎司 $）	$2,618
銅（每磅 $）	$4.50
大豆（每蒲式耳 $）	$11.50
小麥（每蒲式耳 $）	$6.18

資料來源——RBC 資本市場預測（石油、天然氣、黃金和銅）、彭博預測（大豆和小麥）；2024 年 11 月 6 日的數據

利率下降，金價持續攀升

金價與美國 10 年期國庫券收益率的比較



資料來源——彭博；截至 2024 年 11 月 6 日的數據

大豆：產量下降

由於部分州的大豆產量下降，美國農業部下調了 2024-2025 年度的平均產量預測。目前，美國的產量預測比之前的預測低 400 萬蒲式耳，而彭博的預測為每蒲式耳 $11.50 美元，高於目前的期貨定價。

小麥：種植增加

根據美國農業部預測，小麥出口量將比 2023-2024 年高峰高出 17%，為 4 年來最高。由於 2023-2024 年期間價格上漲，刺激農民增加小麥種植，有助於產量大幅回升。彭博 2025 年的預測為每蒲式耳 $6.18 美元。

全球透視 2025 年展望

貨幣

Nicolas Wong
（特許財務分析師）
新加坡

美元：特朗普勝選後將持續走高

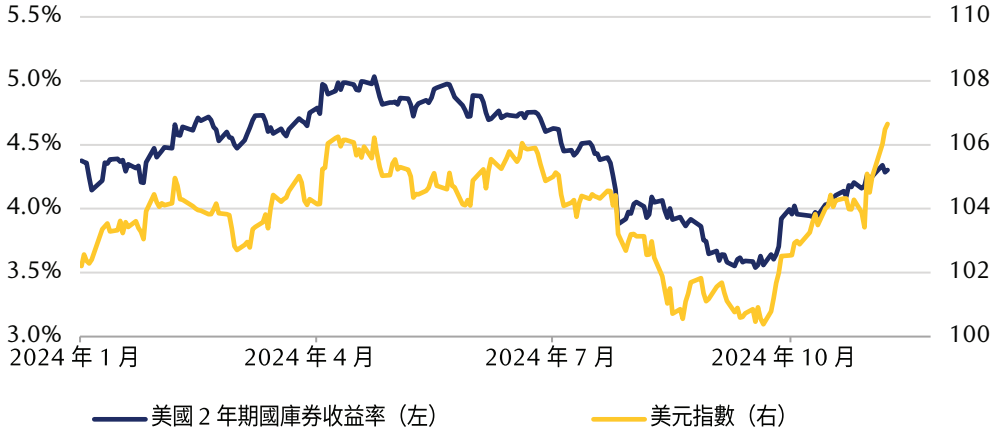
市場普遍預期當選總統特朗普的經濟政策會帶來通脹，並導致美國利率持續高於市場預期；我們認為這應會繼續支撐美元。美元在 2025 年的強勢將取決於即將上任的政府推行保護主義政策的時間和幅度。然而，可能促使美元走軟的潛在因素包括美國經濟活動放緩，促使美聯儲減息幅度超出市場目前預期，或者其他國家（如中國）採取積極的財政刺激措施，抵消美國強勁的經濟表現。

歐元：受到政治風險和歐洲央行寬鬆政策的拖累

雖然我們之前預期歐元／美元將在 2025 年回升至 1.10 以上，但特朗普的關稅政策可能會對已經陷入困境的歐元區造成負面影響，並可能令歐洲央行採取較多寬鬆政策。RBC 資本市場分析師將 2025 年第 1 季歐元／美元預測下調至 1.02，同時指出其預測存在高度不確定性。我們認為，對經濟的影響最終取決於關稅情勢的發展。2025 年初，德國在 2 月提前大選帶來的不確定性也可能影響歐元的表現。

2024 年，隨著美聯儲啟動貨幣寬鬆週期，美元指數（DXY）緊隨 2 年期國庫券收益率。

我們預期，美元強勢將延續至 2025 年上半年，因為新政府的潛在通脹政策將使美國國庫券收益率高於目前的市場預期。



資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 14 日的數據

加元：2025 年下半年復甦

RBC 經濟研究部認為，加拿大央行將於 2025 年第 2 季達到 3% 的最終利率，而美聯儲將在 2025 年第 1 季達到約 4% 的最終利率。基於有利於美元的利差，我們預計第 2 季美元／加元匯率將升至 1.43。然而，我們相信加拿大積極的貨幣寬鬆政策可能會在 2025 年下半年推動經濟增長反彈，加元兌美元將在年底回升至 1.41。

英鎊：易受下行風險影響

在 10 月備受期待的英國預算案中，工黨政府宣佈增加稅收與支出。我們認為，支出增加對短期增長的潛在影響，可能會令英國央行在 2025 年初保持較強硬的立場，並支撐英鎊。展望未來，RBC 資本市場認為英鎊容易受到下行風險的影響，並指出以實際有效匯率（衡量英鎊兌一籃子其他貨幣的匯率）計算，英鎊仍被高估。

日圓：日本央行在 2025 年謹慎加息

美元／日圓匯率持續受到兩國利率差異的影響。儘管日本央行最終在 2024 年將利率從 -0.10% 調高至 0.25%，但由於美聯儲和日本央行利率之間的差距仍然很大，因此該「貨幣對」未能突破 2024 年 140 附近的低位。我們預期 2025 年也會出現類似情況，因為特朗普政府的通脹政策將使短期美國國庫券收益率維持在高位，而日本央行可能不願大幅加息，因為政治不確定性可能會持續到 2025 年中期參議院選舉。

2025 年貨幣預測

貨幣	2025 年 12 月預測
美元指數	106.79
歐元／美元	1.05
美元／加元	1.41
英鎊／美元	1.24
美元／日圓	150.0

資料來源——RBC 資本市場估計；
截至 2024 年 11 月 13 日的數據

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（RISC）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。

RISC 由來自 RBC 內以客戶為中心的各個業務部門（包括投資組合顧問組）的高級投資專業人士組成。RISC 構建全球投資展望，並制定可用於管理投資組合的具體準則。RISC 由 RBC 全球資產管理有限公司投資總監 Daniel Chornous（特許財務分析師）擔任主席。

全球投資組合顧問委員會成員

Jim Allworth——聯席主席
投資策略師，RBC 多美年證券有限公司

Kelly Bogdanova——聯席主席
投資組合分析師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

Frédérique Carrier——聯席主席
董事總經理兼投資策略主管，RBC 歐洲有限公司

Mark Bayko（特許財務分析師）——投資組合管理主管，RBC 多美年證券有限公司

Luis Castillo ——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Rufaro Chiriseri（特許財務分析師）——固定收益主管，不列顛群島，RBC 歐洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

Thomas Garretson（特許財務分析師）——固定收益高級投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 資本市場有限公司

Patrick McAllister（特許財務分析師）——股票顧問兼投資組合管理部經理，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Alan Robinson——高級投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國股票），RBC 資本市場有限公司

Michael Schuette（特許財務分析師）——多元資產投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

David Storm（特許財務分析師、特許另類投資分析師）——投資總監，不列顛群島及亞洲，RBC 歐洲有限公司

Yuh Harn Tan——全權投資組合管理兼超高淨值投資方案主管，加拿大皇家銀行，新加坡分行

Joseph Wu（特許財務分析師）——投資組合經理，多元資產策略，RBC 多美年證券有限公司

《全球透視》的其他作者

Matt Altro （特許財務分析師）——加拿大股票助理顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（股票），RBC 多美年證券有限公司

Jasmine Duan ——投資策略師，RBC 投資服務 (亞洲) 有限公司

Nicholas Gwee（特許財務分析師）——投資組合經理，加拿大皇家銀行，新加坡分行

Kennard Ling——固定收益專家，加拿大皇家銀行，新加坡分行

Thomas McGarrity（特許財務分析師）——股票主管，不列顛群島，RBC 歐洲有限公司

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 多美年證券有限公司

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家銀行，新加坡分行

Sunny Singh（特許財務分析師） ——加拿大股票投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（股票），RBC 多美年證券有限公司

Nicolas Wong（特許財務分析師）——外匯主管(亞洲及不列顛群島)，加拿大皇家銀行新加坡分行

必要信息披露

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。

RBC 資本市場評級分佈

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。

RBC 資本市場股票評級系統說明

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 個月內的看法（相對於分析師的板塊的平均水平）。

評級分佈——RBC 資本市場股票研究

截至 2024 年 9 月 30 日

			過去 12 個月提供的投資銀行服務	
評級	總數	百分比	總數	百分比
買入 [優於整體板塊]	858	57.39	290	33.80
持有 [與板塊持平]	599	40.07	153	25.54
賣出 [遜於整體板塊]	38	2.54	3	7.89

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沖突政策》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沖突，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。

第三方免責聲明

全球行業分類標準（「GICS」），是由摩根斯坦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定或編纂 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任何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制 GICS 或 GICS 分類的第三方均不對任何直接、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 財富管理根據相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，建議您咨詢獨立的投資顧問。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。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。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／經銷人或以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：Gspé 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。
RBC1524

Wealth Management
財富管理