

全球 透视 2025 年展望

放眼未来



制作：东岸时间 2024 年 11 月 25 日上午 11:53；刊出：东岸时间 2024 年 12 月 2 日上午 08:00

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 32 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。



全球透视 2025 年展望

目录

3 市场概况：股票平衡之道

过去两年的成绩可能难以复制。

6 焦点文章：《无法阻挡的趋势》

未来数十年，全球经济将出现涉及变革性创新和人口结构变化的4大趋势。

11 美国

更加复杂的股票市场格局以及美联储政策转变的可能性，意味着投资者在 2025 年需要灵活应变。

14 加拿大

尽管存在潜在的不利因素，我们仍对加拿大市场持乐观态度，但预期信贷市场的表现将较为逊色。

17 英国

虽然经济面临挑战，但仍努力刺激经济增长，因此我们认为股票与固定收益长期而言均有选择性机会。

20 欧洲

贸易和内部紧张局势可能会在 2025 年发挥关键作用，因为潜在的关税和政治动荡使前景变得不明朗。

23 亚太地区

亚洲的股市前景可能取决于美国的关税、中国的刺激政策以及日本的结构变化。稳定的基本面让我们有理由对投资级债券持审慎乐观的态度。

27 大宗商品

29 货币

31 研究资源

32 必要信息披露



全球透视 2025 年展望

市场概况

股票平衡之道

Jim Allworth
加拿大温哥华

2025 年，全球股市可能会延续过去两年的强劲涨势。我们认为，这需要经济和盈利前景继续保持韧性。

- 对人工智能（AI）的热情及其可能带来的未来经济增长前景，加上央行减息，推动大部分股票在今年创下新高。2025 年可能会有更多这样的情况出现，但对未来的乐观情绪需要经济持续增长的支持。
- 估值已经过高，投资者情绪指数也不断攀升，这表明在股票选择方面应采取谨慎、深思熟虑的方法。

全球股市上一次出现低潮是在 2022 年秋季。投资者情绪从该年 1 月的热烈乐观转为 10 月低位时的悲观。从那时开始，市场突然转高，再也没有回落。

在随后的 25 个月，所有主要股市（除中国外，直到最近）均大幅上涨，其中标普 500 指数上涨 68%，涨幅惊人。

在很大程度上，标普指数的急升是由一些巨型科技股所促成的，这些科技股在 AI 开发方面的庞大支出承诺提升了这些公司在未来几年实现超额销售和盈利增长的前景。

在央行减息的推动下，对 AI 的热情增强了人们对未来经济增长的乐观情绪，推动大多数股票连续创下新高。从“非加权”版标普 500 指数的表现可以更清楚地看出这一点，该指数剔除表现强劲的“七大”科技股所带来的大部分不均衡表现。这个等权指数的升幅虽然较不显着，但仍达到令人惊讶的 48%。

“非美股”指数的升幅远高于平均值，但涨幅较小。“非美股”指数均未包含任何“七大”科技股，且一般较少涉足科技产业。

两年来，随着市场走高，估值也发生重大变化：标普 500 指数上涨 68%，但该指数的每股收益仅上涨 12%。目前市盈率（过去 12 个月）为 24.7 倍，较 2022 年 10 月低位时的 16.4 倍高出一半。

股票估值没有不能超越的绝对界限。根据普遍预期，2025 年的收益将增长 14.6%，达到 \$276。我们认为，明年指数再创新高并非不合理，市盈率（过去 12 个月）也可能突破今年的近 25 倍。

经济衰退的现实

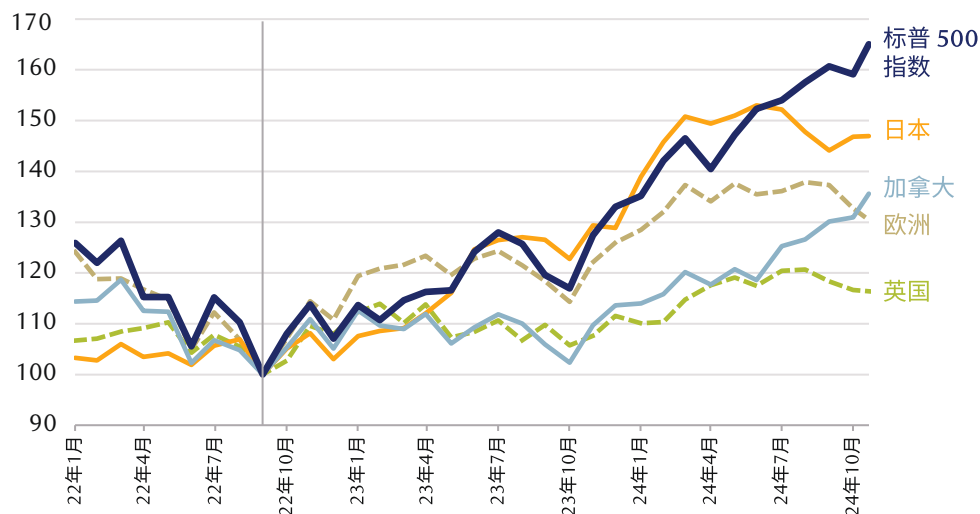
股市往往会继续朝主流方向发展，直到出现某种情况迫使其转变。市场修正（Corrections）来来去去难以预测，而且通常不会持续太久，市场很快就会收复失地。另一方面，熊市则会维持较长时间，而且会造成较大的（虽然是短暂的）价格跌幅。一个多世纪以来，这些较大的跌幅总是与美国经济衰退有关。

美联储的紧缩周期会否引发衰退，目前仍是未知之数。经济衰退往往在美联储首次加息后平均 10 个季度后开始。现在是第 11 个季度。在超过半数的衰退中，首次加息与衰退开始之间的距离平均长于 10 个季度。

当然，也有可能不会出现经济衰退，这样牛市还有进一步发展的空间。我们特别监控 2 项与市场相关的指标，以判断市场是否已失去动力。

主要指数连续两年上升

股票指数相对于 2022 年 9 月的表现



资料来源——FactSet；日本以东证指数表示，加拿大以标普/多伦多指数表示，欧洲以 MSCI 欧洲除英国指数表示，英国以 MSCI 英国指数表示。

一个是市场广度——大多数股票是否与大市同步变动？答案仍然是肯定的。标普 500 指数、道琼斯工业平均指数和纽约证券交易所综合指数的新高，包括 11 月初创下的新高，都与各自的涨跌线以及标普 500 指数和道琼斯指数的“非加权”版的新高相匹配。从历史上看，在牛市达到最终峰值之前，市场广度通常会降低。目前尚未出现这种负面分歧。只要市场广度指标与主要市场指数保持同步，我们就有望看到股市创出更多新高。

我们也在关注投资者的情绪，过去 1 年，投资者的情绪是中度乐观。然而，最近一些情绪指标显示，投资者的情绪较为高涨。例如，RBC 资本市场“美国股票策略团队”编制的“股票期货市场看涨指数”最近创下历史新高，而在美国经济谘商局 10 月的消费者信心调查中，51.4% 的受访者“预期未来一年股价会上涨”，这是自 1987 年首次提出这一问题以来的最高读数。

投资者热情高涨的部分原因可能与美国大选有关，这种热情在未来几个月可能会减弱。如果情况没有改变，那么持续高涨的乐观情绪和前面提到的单边部署可能意味着大多数感兴趣的投资者已经入市。为了吸引新的买家，市场可能需要一段时间的价格走低和更具吸引力的估值。

这在很大程度上取决于 2024 年标普 500 指数每股 \$241 的盈利预测和 2025 年每股 \$276 的预测是否能保持。正如 RBC 资本市场有限公司的美国股票策略主管 Lori Calvasina 所言，“市场估值（市盈率）还有进一步上升的空间，但幅度不会很大。”我们认为，投资者已经为这些盈利前景付出了高昂的代价，可能不愿意再付出更多。

我们认为，即使能够避免更严重的经济下滑或衰退，通往更高股价的道路也将充满挑战，需要投资者小心谨慎地前行，并管理好沿途偶尔出现的回落。

观望、谨慎，但继续投资

我们预期，市场广度与情绪指数可协助我们判断未来几个月的走向。我们认为，在平衡的全球投资组合中，未来一年的适当部署是股票投资保持在长期目标水平，但不超过该水平。我们的口号一直是“观察、谨慎，但继续投资”。

展望 2025 年的前景，全球经济中强大的趋势可能会继续发展，并可能对投资组合产生重要影响。欲了解更多相关信息，请参阅我们另一篇焦点文章《[无法阻挡的趋势](#)》。



全球透视 2025 年展望

焦点文章

《无法阻挡的趋势》

Frédérique Carrier

英国伦敦

Jim Allworth

加拿大温哥华

2025 年之后，全球经济将出现涉及变革性创新和人口结构变化的4大高度可预测趋势。在未来几十年，这些趋势将改变我们的生活、工作以及相互交流的方式，我们相信它们能够提供一种极具吸引力的方式，将投资组合与未来紧密相连。

- 我们认为，为避免落后于时代的高昂代价，科技公司和非科技公司的 AI 支出将继续增长。
- 随着世界人口老龄化，为不再有收入来源的人提供照护和资金支持的成本将不断攀升。
- 可再生能源将成为最主要的电力来源，因为它们已经成为最便宜的能源。
- 在快速扩张和成本下降之后，公用事业规模的存储设施成为确保可靠能源基础设施的变革性力量。

持续的 AI 投资

AI 的开发与应用支出将从目前的高水平进一步加速，因为科技公司——从“巨型”到“小型”——都在努力避免落后于人。自 2020 年以来，微软每年在 AI 方面的支出已增加 2 倍，接近 \$600 亿。

与此同时，非科技公司也在加大对 AI 应用的投资，以保持成本结构的竞争力。举例来说，全球专业服务公司 Accenture 在 2024 年财政年度前首 3 季 (截至 8 月底) 的 AI 订单已超过 \$20 亿，相较之下，2023 年财政年度全年的订单只有 \$3 亿。

到目前为止，这些投资几乎没有带来任何财务回报，但大多数公司坚持认为，这些投资已经带来很高的“体验式”回报，这一点可能至关重要。我们认为，落后的可能性使得支出不足成为一种冒险的策略。根据美国人口普查局估计，只有 6.6% 的美国公司将 AI 应用于商业，我们认为这个比例未来可能会持续增加。

AI 设备制造商和软件供应商是新科技的受益者，其股票估值已明显上升。我们认为，投资组合中包含参与“生成式人工智能”（GenAI）的基础设施的公司（例如电力生产、传输、存储、数据中心建设和数据传输）可能会从中受益。然而，在这些领域投入大量资金可能需要 10 年或更长时间才能实现。

采用新科技解决方案的公司股票也可能受益，但我们认为投资者应该评估新科技是如何实施的——是为了增加销售额、降低成本还是提高生产力——并密切关注竞争对手。如果竞争对手也在有效运用 GenAI，任何竞争优势都可能迅速消失。

有关这个主题的更多资讯，请参阅我们《创新》（Innovations）系列的文章：

[《生成式 AI：推动者与采用者》](#)（Generative AI: enablers and adopters）

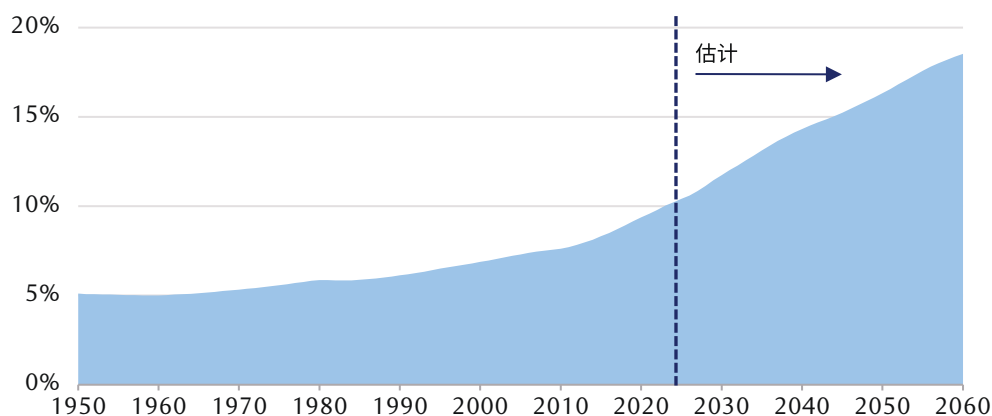
及 [《探讨人工智能（AI）和生成式人工智能（GenAI）对各行业的影响》](#)

（Exploring the impacts of AI and GenAI across industries）。

银发浪潮

全球不断增加的老年人口将需要照顾。几十年来，我们一直关注“银发浪潮”的到来，现在它真的来了。在所有的主要经济体（以及大多数其他经济体）中，65 岁以上人口的比例已经激增到前所未有的水平。即使是 80 岁以上的族群，曾经只是微不足道的少数，现在也迅速成为各地不容忽视的族群。根据世界卫生组织的数据，到 2050 年，全球 65 岁及以上人口将接近 16 亿。

全球 65 岁以上人口百分比



资料来源——联合国 2024 年世界人口展望

照顾一个快速增长且不再赚取收入的族群所需的费用，是一个急需解决的问题。阿尔茨海默氏症协会 (Alzheimer's Association) 估计，到 2024 年，美国 65 岁及以上人口罹患阿尔茨海默氏症的总医疗照护成本将达到 \$3,600 亿美元，相当于癌症和心脏病照护的总和。阿尔茨海默氏症协会还指出，数百万家庭成员和无偿照护者已经提供 184 亿小时的照护，2023 年的价值为 \$3,466 亿。

鉴于政府和家庭都要承担这些高昂的费用，而且人的一生中多达 20% 的时间都在与晚年慢性疾病作斗争，科学家正在研究如何延长健康寿命，即一个人在老年时期健康生活的年数。

关于如何将这一主题落实到投资组合中的建议包括：

- 生物科技公司，优先考虑具有重大需求的疾病，并证明有能力实施精心设计的临床试验
- 金融业，如财富管理和保险，需要帮助人们制定计划，以免在有生之年把钱花光。
- 房屋建筑商，希望满足日益增加的需求，建造多代同堂的家庭住宅和单身公寓

欲了解更多相关信息，请参阅我们的《创新》(Innovations) 系列文章
[《长寿：破解衰老密码》](#) (Longevity: Cracking the aging code)。

可再生能源的持续发展

我们认为，可再生能源将成为最主要的电力来源。在 20 多年前政府补贴的带动下，风力发电场、太阳能集热装置以及现在的能源储存设施的安装，已将可再生能源的成本（无补贴）降低到一定水平，很快就会使其成为许多国家成本最低的能源。事实上，可再生能源每千瓦时的成本已大幅下降至 20 年前无法想像的程度。

因此，根据《从数据看世界》(Our World in Data) 的报告，截至 2023 年，美国近四分之一的电力来自可再生能源，中国接近三分之一，英国更高达 46%。

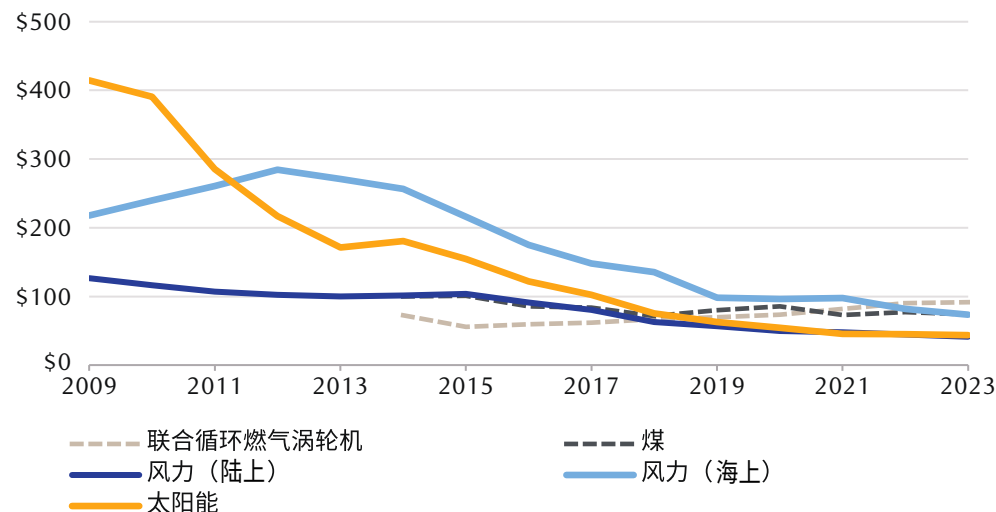
尽管即将上任的特朗普政府将美国的化石燃料生产放在首位，但由于可再生能源的成本优势突出，其采用几乎肯定会持续下去。

德州长期以来都是美国化石燃料的代名词，但根据德州公共账目审计署的资料，该州目前在风能领域居于全国领先地位，同时太阳能产量在过去 3 年也增加了 2 倍。

德州并非唯一利用可再生能源成本优势的地区。十多年来，全球新太阳能发电装机量经常超过国际能源署的 5 年预测，有时甚至高出 100% 或更多。

太阳能和陆上风能项目在最低电价下即可达到收支平衡

全球电力平准成本，美元／兆瓦时



电力平准成本（LCOE），是指电力项目收回全部成本并达到预期回报率所需的长期收支平衡价格。平准成本不包括补贴或税收抵免。2014 年之前的煤炭和天然气发电厂数据不详。

资料来源——BloombergNEF

据全球太阳能理事会估计，全球太阳能发电装机容量已达到 2 兆瓦，即相当于约 70 亿块太阳能电池板，足以为 10 亿户家庭提供电力。这比 2 年前的装机容量增加了 1 倍，增长速度惊人。

事实证明，新可再生能源项目获得批准所需的时间，比建设项目本身所需的时间还要长。许可证审批的积压量很大，而且还在不断增加，这显示新的可再生能源发电装机的增长速度不可能在短时间内显着放缓。

可投资领域包括可再生能源设备制造商以及储能、能源效率及／或智能电网解决方案供应商。

万物电气化

可再生能源的成本降低，以及未来装机容量增加，预示能源使用量将增加，尤其是解决了风能和太阳能的间歇性问题后。

技术、管理和系统工程的改进，一直在改变传统电网的设计和管理，以适应可再生能源。因此，在某段时期，加州 95% 以上的电力可由风能和太阳能发电，而丹麦整个电网也可完全依靠风能运行。

但我们认为，真正具有革命性的是公用事业级存储设施（即所谓的电网级电池）的迅速扩张。传统上，水力发电是通过在山顶和山脚的水库之间调水来实现大规模储能的。根据澳洲国立大学的一项研究，尽管取决于地形，但全球有许多地点在物理和政治上都适合开发抽水蓄能设施，足以满足目前双倍的电力消耗。然而，近期利率和建筑成本上涨，可能使得许多此类场地在财务上不如公用事业规模的存储设施可行。

如今，巨型电池排列在成排的棚屋中，是储存电力的首选技术。随着价格的下降，这些装置终于开始流行起来。彭博新能源财经研究小组估计，截至 2023 年的 5 年内，每千瓦时存储容量的固定锂电池平均成本下降了约 40 %。此外，新技术与化学原料也正在开发中。前景看好的替代品包括钠离子电池和镍氢电池。

国际能源署估计，2023 年全球安装了 90 千兆瓦（gigawatts）的电池储存设备，是前一年安装量的 2 倍。顾问公司 Bain & Company 估计，在 10 年内，电网规模的储能市场每年至少会扩张 40%，甚至更多。

能源是许多工业、企业和家庭的主要成本。将大量、低成本的可再生能源从生产地运送至需要的地方，本身就是一项重大的工业事业。

从 AI 和数据中心激增所需的服务器场所数量快速增加，到钢铁、水泥和化学品生产等能源密集型产业，再到全球温度上升导致的全球空调需求增加，我们相信，即使可再生能源成本下降，电力需求仍可能持续大幅上升。电网规模的电池可增强能源弹性，平衡供需波动。我们认为，那些将电网规模电池与核能结合的国家，如中国和法国，可以建立特别强大和可靠的能源基础设施。在我们看来，投资机会比比皆是。

调整投资组合以适应未来趋势

《无法阻挡的趋势》（我们描述的 4 个关键主题），是长期趋势，可能会在未来几十年内持续下去。我们相信，投资组合应可从这些增长领域中获益。然而，无论这些前景有多诱人，投资者必需确定宏观经济环境有利、商业模式稳健，以及股票估值不会与增长前景严重脱节。

有关 2025 年股市展望的更多资讯，请参阅我们《2025 年展望》的另一篇焦点文章：[《股票平衡之道》](#)。



全球透视 2025 年展望

美国

- 我们对美国股市持乐观态度，但更为复杂的投资环境要求我们保持灵活，并对回报预期切合实际。
- 到 2025 年初，美联储可能不会进一步减息，但今年稍后是否会再次加息？

美国股票

Kelly Bogdanova

美国三藩市（旧金山）

一般而言，市场在任何时候都会面临多种不确定因素，但 2025 年也有异常复杂的因素可能影响表现，并可能产生波动和机会。

毫无疑问，市场人士在 2025 年会更密切注意华盛顿特区——尽管我们几乎没有看到任何证据显示其政策是长期推动美国股票回报的关键因素。

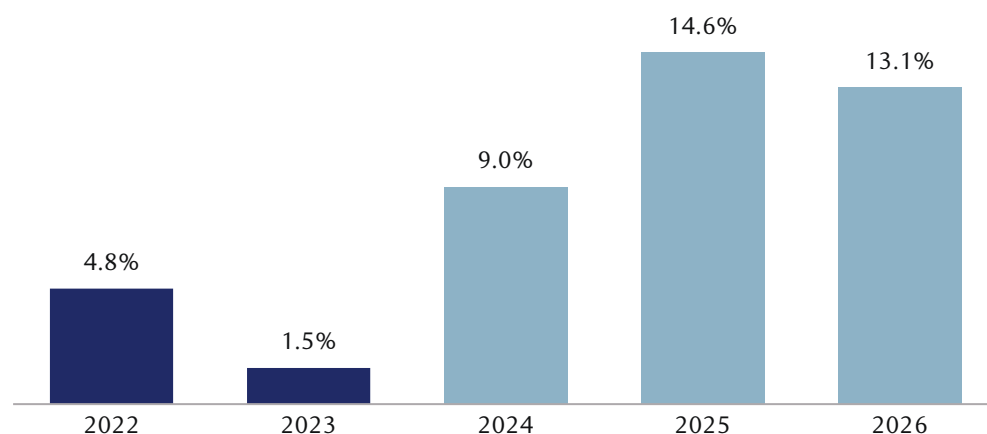
除了特朗普政府和共和党领导的国会可能推出的促增长税收和监管政策外，市场还可能需应对近 100 年来最激进的关税政策。这使得美联储预测通胀和 GDP 增长以及适当调整利率的工作变得更加复杂。关税的未知因素（包括各贸易伙伴的反应），令行业及股票的选择变得复杂。

RBC 全球资产管理有限公司的首席经济学家 Eric Lascelles 预期，在其他条件不变的情况下，当选总统特朗普的政策将小幅提升当年的经济增长。他预测 2025 年的 GDP 增长率为 2.3%，前提是实际关税税率低于特朗普最初提出的方案，即对中国商品征收 60% 的关税、对其他国家商品征收 10% 的关税。Lascelles 的 GDP 预测高于彭博预测的 1.9%。

2.3% 和 1.9% 的 GDP 增长差距对标普 500 指数的利润（市场的基础）至关重要，并影响着“七大”科技股行业以外的利润和回报是否进一步增长。在强劲的经济增长和“七大”科技股丰厚利润推动下，美国股市在过去 2 年大幅上涨，我们认为，2025 年 14.6% 的按年盈利增长估计似乎过于强劲。我们认为需要 2.3% 或以上的 GDP 增长率才能达到这个目标，而且需要的不仅是以科技股为导向的股票。14.6% 的盈利增长率可换算为每股收益 \$276，高于 RBC 资本市场预测的每股 \$271，这意味着 2025 年标普 500 的价格回报率约为 10%。

在我们看来，2025 年 14.6% 的利润增长预测似乎过高，这需要相对强劲的 GDP 增长。

标普 500 指数按年盈利增长和普遍预测（浅蓝色）



资料来源——Refinitiv I/B/E/S；截至 2024 年 11 月 22 日的数据

我们对美国股市持乐观态度，但也因其复杂性而保持警惕。投资者应控制回报预期，我们建议年初不要对行业进行大幅增持。我们认为，2025 年市场将提供机会，让我们利用行业和产业定价错位带来的优势。灵活变通。

美国固定收益

美联储可能很快就会暂停减息。由于就业市场的健康状况仍存在疑问，我们预计美联储在 2025 年第 1 季仍会倾向于进一步减息。但我们认为，即将上任的特朗普政府主张的增长政策可能会使原本强劲的美国经济过热，从而引发人们对再次出现通胀的担忧。我们相信，美联储将在第 1 季继续减息，然后在 4.25% 左右的政策利率处暂停。

2025 年加息的可能性是存在的。虽然加息的可能性不大，但与 20 世纪 90 年代末的情况类似，美联储可能会根据经济发展情况不断调整政策。通胀率上升最有可能促使央行采取行动，不过，经济势头增强也可能促使他们收紧政策以保持平衡。

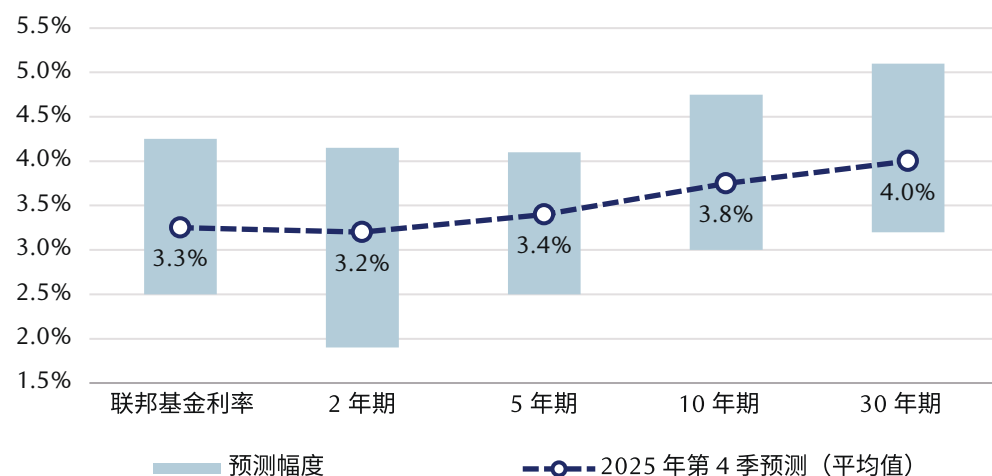
Thomas Garretson
(特许财务分析师)
美国纽约

我们认为，2025 年国库券收益率曲线的形状，将告诉投资者所需知道的一切。平缓的收益率曲线将是衡量美联储是否成功保持经济、通胀与就业市场平衡的重要指标。如果收益率曲线因为短期收益率上升而再度倒挂，这可能表示市场预期美联储将调高利率，以抵销增长与通胀的压力。正如我们预计美联储会在 2025 年将利率维持在 4.25% 的水平，我们预期 10 年期国库券收益率明年将在类似水平附近波动（但结果波动的范围较大）。

固定收益市场的收益率可能仍将远高于历史平均水平。经济乐观情绪推动信贷市场估值达到历史最高水平，而未来减息次数减少意味着现金和短期证券将提供可观的收益。然而，在整个 2025 年，我们仍偏向于增加存续期，并减少信贷风险。

预计 2025 年收益率仍会下降，但幅度很难预测

2025 年底美国国库券收益率的普遍预测



资料来源——RBC 财富管理、彭博的分析师共识调查（对 2025 年 11 月的预测）



全球透视 2025 年展望

加拿大

- 尽管存在潜在的经济阻力，但我们相信，强劲盈利增长的预期将推动股市发展，合理的估值也将为股市提供支持。
- 加拿大央行持续减息应能支持 2025 年的固定收益回报，但我们预计信贷表现将不及 2024 年。

加拿大股票

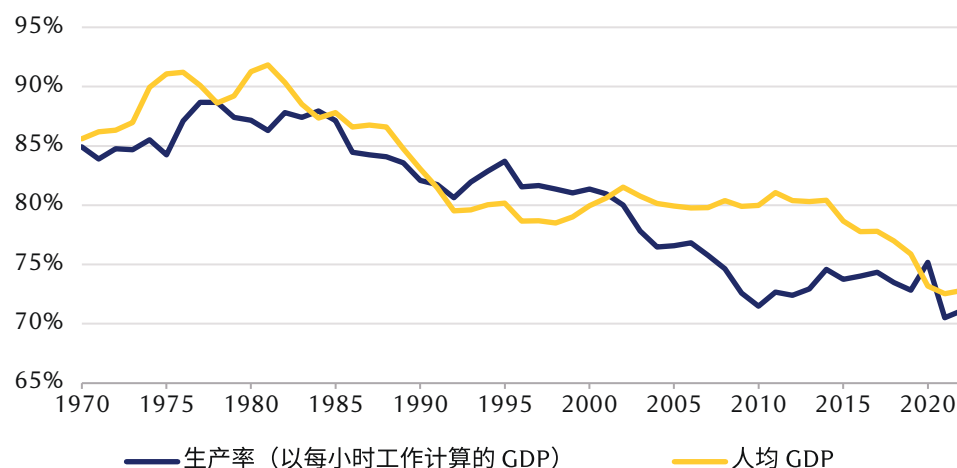
Sunny Singh
(特许财务分析师)
加拿大多伦多

我们认为，2025 年加拿大的经济状况会比美国经济更迟滞。如下页图表所示，加拿大的生产力相对于美国大幅放缓，限制了经济增长。此外，据 RBC 经济研究部称，最近宣布的减少移民目标，虽然可能有助于平衡房地产市场，但可能会在未来 3 年中使 GDP 预测值减少近 1 个百分点。最后，我们注意到，特朗普重回白宫可能对加拿大经济造成的阻力 (例如：全面关税、重新谈判贸易协定，以及美国石油产量增加)。

加拿大央行于 2024 年 6 月开始减息周期后，投资者对消费支出的忧虑逐渐缓和，让加拿大银行股反弹。踏入 2025 年，我们认为分散投资于银行组别是审慎的做法，以便为各种结果做好准备。如果股市转向更加谨慎，目前表现良好的银行将继续超越同业。然而，如果经济衰退的可能性继续缓解，随之而来的信贷可能会有所缓解，我们或会看到 2024 年陷入困境的银行的相对业绩有所改善。

自 1980 年代起, 加拿大的生产力相对于美国持续下降

加拿大的生产力和人均 GDP 相对于美国



资料来源——经济合作与发展组织、RBC 经济研究部；经购买力平价 (PPP) 调整，GDP 以 2015 年美元为单位

大宗商品的价格会再次影响能源板块的表现。我们认为油价可能在一定幅度内波动，地缘政治风险为油价提供下限，而过剩的产能则为油价提供上限。我们认为，每桶 \$65-\$75 美元的价格幅度，能够为能源股带来可观的回报。能源投资者应该能够通过股票回购和股息获得可观的现金回报，这是因为公司现在拥有更雄厚的资金和可控的支出需求，能够应对严峻的经济形势。

总的来说，我们相信在 2025 年，强劲的盈利增长预期和合理的估值水平（尤其是与美国股市相比）将为加拿大股市提供支撑。

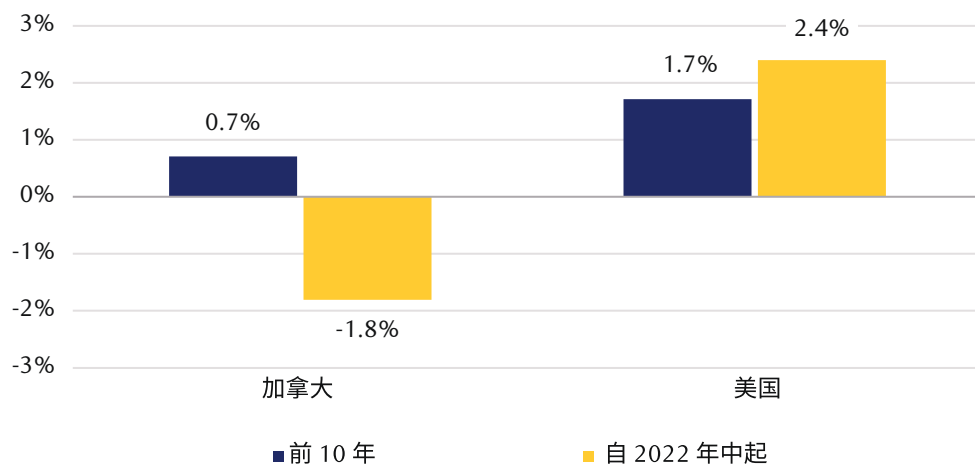
加拿大固定收益

Josh Nye
加拿大多伦多

加拿大央行在 2024 年减息的幅度高于 G7 国家，但加拿大经济仍持续感受到限制性货币政策的影响。自 2022 年年中加拿大央行加速紧缩周期以来，加拿大的人均经济持续萎缩。与此同时，美国经济（经人口调整后）的 GDP 增长强劲，甚至超过前 10 年的速度。经济情况与央行政策的分歧，导致加拿大债券收益率下降，而债券价格相对于美国则有所上升，使得加拿大固定收益在 2024 年的表现略为领先。

按人口调整基准计算，加拿大经济正在收缩，而美国经济则以健康的速度扩张

人均实际 GDP 的年度平均增长率



资料来源——RBC 财富管理，彭博

虽然目前美国与加拿大政府债券收益率的息差比几十年来都要大，但随着加拿大央行继续以比美联储更快的速度下调政策利率，息差在 2025 年还有进一步扩大的空间。我们相信，尽管美国国库券收益率可能较高，但由于加拿大央行减息的幅度较大，加拿大政府债券在 2025 年仍将与美国国库券保持竞争力。这种分歧可能会进一步打压加元，加元兑美元汇率最近跌至 2020 年以来的最低水平。

尽管加国经济环境充满挑战，但在风险偏好普遍改善的情况下，加拿大公司债券息差（衡量投资者因承担信贷风险而获得的额外收益率）于 2024 年收窄。相对于到期日相近的政府债券，这使得公司债券获得了超额回报。我们认为，这种情况在 2025 年持续的空间较小，目前息差较小，如果加拿大经济进一步恶化或风险情绪减弱，息差可能会扩大。

加拿大的优先股市场在 2024 年上半年表现良好，主要受惠于一系列特定资产类别的利好因素，以及市场对风险较高资产的强烈需求，但这种增长在下半年放缓。由于优先股的估值现在看来吸引力大减，我们预期 2025 年的整体回报将较为温和。



- 英国经济将面临更多挑战，但股市估值的历史新低则提供了具有吸引力的长线机会。
- 尽管英国金边债券的发行面临挑战，但债券仍然具有吸引力，因为英国金边债券收益率处于 1 年来的最高水平，信贷市场仍存在一些机会。

英国股票

英国经济在 2024 年的表现优于投资者预期，但 2025 年的 GDP 增长预测为 1.3%，前景仍然低迷。我们认为，美国可能征收关税将对英国经济产生负面影响，但英国受到的直接影响可能小于欧盟国家。英国对美国的出口仅占 GDP 的 2%，德国则为 4%。此外，与邻近国家相比，英国的经济更以服务业为主。

但我们认为，英国经济也可能受到间接影响。由于欧盟地区的整体增长受到贸易不确定性的限制，对欧盟的出口可能会下降。即使英国脱欧，欧盟仍然是英国最重要的出口市场，占英国出口总额的 42%。此外，美国建议的关税及任何潜在的报复行动可能会打击英国企业的信心。

政府可能无法采取太多措施来抵消关税对经济增长的负面影响，因为政府在最近的预算中已经花费了大部分可用资金。英国央行关注服务通胀，可能不愿过快放松货币政策。

Frédérique Carrier

英国伦敦

Thomas Garretson
(特许财务分析师)

英国伦敦

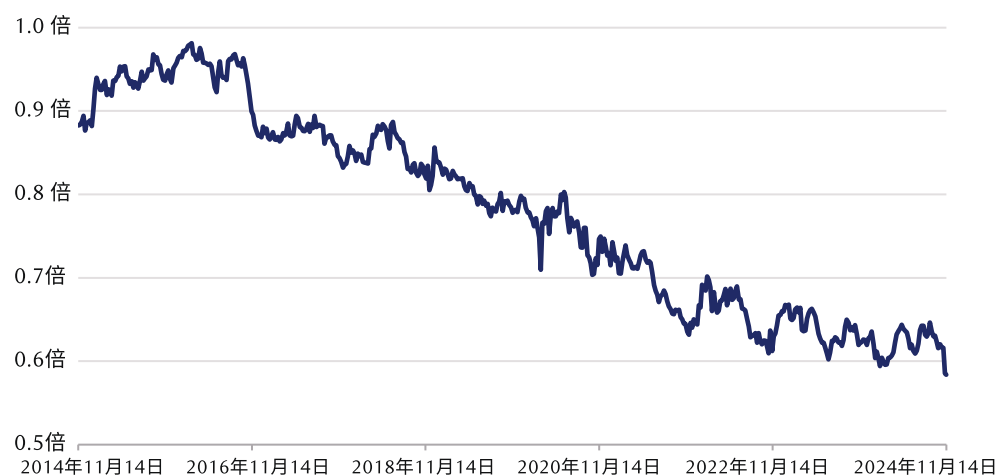
富时综合股价指数在全球经济放缓期间通常表现良好（这并非我们的基线预测），因为它包含医疗保健、公用事业和必需消费品等防御性行业的公司。相反，在增长行业受到青睐的时期，由于在科技股的比重较小，它往往表现不佳。

与其他市场相比，英国的估值仍接近历史低位。即使考虑到行业差异，富时综合股价指数的市盈率也远低于全球发达市场的长期平均值。

总体而言，我们建议对英国股票的持有低于市场比重，但精选优质大型企业股仍具有长期吸引力，因为它们与其他市场上市的大型企业股相比估值较低。我们偏好与英国消费开支有关的股票，这些股票应可在未来 12 个月受惠于英国央行减息。

相对于全球股市，英国股市估值处于 10 年低位

富时综合股价指数的 12 个月远期市盈率相对于 MSCI 全球指数的市盈率



资料来源——RBC 财富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 13 日的日期

英国固定收益

Rufaro Chiriseri
(特许财务分析师)
英国伦敦

英国央行对目前通胀数据较为满意，但未来风险依然存在。根据预算责任办公室的预测，预算案将提升 GDP 增长，但也会在 2025-2029 年的预测期间内，重新引发通胀，超过英国央行的目标。尽管英国央行避免评论刺激性财政政策和潜在美国关税对经济的影响，但我们认为其 11 月预测中的讯息非常清晰。根据央行的预测，通胀会于 2027 年第 1 季重返目标，较 8 月预估的时间延迟 1 年。

市场预测 2025 年上半年的央行利率为 4.25%，如果通胀数据与英国央行的预测大致相符，这似乎是合理的。相对于英国央行的预测，如果关税和政府开支推动通胀持续上行，2025 年的政策宽松可能会受到限制。

债务管理办公室对未来几年的预测显示，金边债券总发行量将维持在 10 年历史平均值以上（不包括 2020 年，该年因新冠疫情而发行量较大）。尽管即将出现 1,420 亿英镑的额外借款，但金边债券的需求仍然强劲。我们认为短期内财政及供应过剩的风险已大致反映在价格上，10 年期金边债券收益率处于 1 年高位，因此我们倾向增加投资组合的存续期。

由于金边债券收益率上升，公司债券收益率对存续期的补偿约为 1 年期平均值。我们认为整体收益率具有吸引力，但收益率之间的差距已大幅缩小，使其更加昂贵。我们认为这种差距很有可能会从目前的低位再度扩大。由于雇主的国民保险供款增加及最低工资提高，公司难以转嫁增加的劳工成本，因此将面临潜在的不利因素。我们对短期配置持审慎及选择性态度，并偏好必需消费品、工业及金融股。

英国债券收益率接近 2024 年的峰值水平



资料来源——RBC 财富管理、彭博；收益率以彭博英镑公司债券综合指数和英镑金边债券指数为代表；截至 2024 年 11 月 13 日的的数据



全球透视 2025 年展望

欧洲

- 特朗普就任总统为欧洲带来更多挑战，尽管该地区股票估值不高，但前景黯淡。
- 我们认为，在美国关税问题进一步明朗之前，市场将继续预期欧洲央行会实施货币宽松政策。

欧洲股票

即将上任的美国总统特朗普建议对欧洲所有进口产品征收 10%-20% 的全面关税，这带来相当大的不确定性。即使不全面实施，关税也会对本已疲弱的经济增长造成不利影响。欧洲是一个非常开放的经济体，与美国有着巨大的货物贸易顺差。此外，如果特朗普对中国征收 60% 的关税，中国可能会将出口转向其他国家，从而可能进一步加剧欧洲在这些市场上的竞争。我们认为，整体而言，欧洲的企业情绪可能会受到影响。

这些挑战可能会令欧洲央行加快减息周期。鉴于近期的紧缩货币情况，减息将有助欧洲经济，尤其是由于其对利率高度敏感。尽管如此，我们认为，2025 年的国内和地缘政治格局既复杂又充满挑战。

这些情况可能促使欧盟尽快采取行动，推行改革以振兴经济并提高生产力。投资者希望 2025 年的德国选举可产生较能发挥功能的领导阶层，也希望新委任的欧盟委员会及其他国家领导人能够促进团结。然而，我们认为，情况并无快速解决方法。

Frédérique Carrier

英国伦敦

Thomas Garretson
(特许财务分析师)

英国伦敦

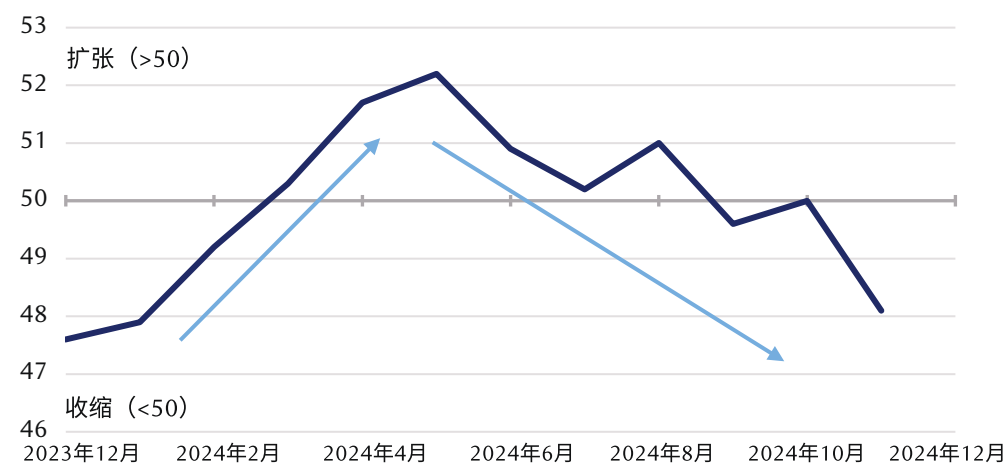
这些挑战似乎已反映在股票估值上，但鉴于近期不利因素明显，有必要对欧洲股票进行适度减持。

然而，我们认为欧洲是一个适合主动选股而非被动指数投资的地区，因为其股市并不能代表其经济。目前，多达 60% 的欧洲上市公司收入来自区外。

我们将重点关注受益于并推动全球结构性趋势的世界领先企业，尤其是半导体制造设备、电气和机械工程、工业气体和医疗保健等领域。

欧洲经济复苏力度似乎在 2024 年中期逐渐减弱

HCOB 欧元区综合采购经理指数



资料来源——RBC 财富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 22 日的数据

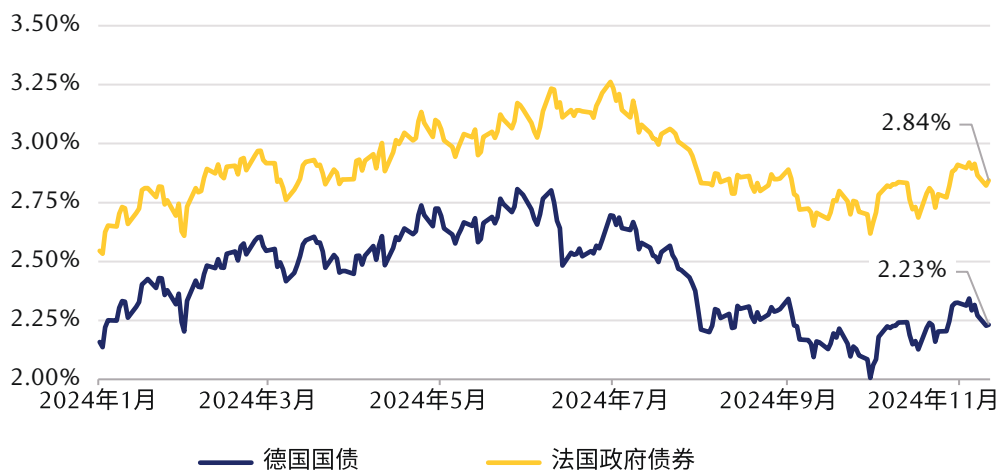
欧洲固定收益

欧洲央行必须面对各国经济增长的差异，因为北部经济体的前景明显弱于南部经济体。欧洲央行将权衡美国可能加征 10%-20% 的关税，这将对欧洲出口造成重大打击。欧洲央行副行长 Luis de Guindos 表示，美国征收关税将导致产出减弱、价格压力增加，并扰乱既有的贸易流程。关税的影响，以及欧盟的反应，目前都难以估计。我们预期会进行关税谈判；因此，影响不会即时显现。在经济增长转弱的背景下，我们预期由 12 月至 2025 年上半年将累积减息 100 个基点，并认为目前市场定价 125 个基点过于激进。考虑到经济下行风险，我们认为如果潜在的关税减少，欧洲央行可能会倾向于以较慢的速度放宽政策。

Rufaro Chiriseri
(特许财务分析师)
英国伦敦

法国风险溢价仍然偏高

法国与德国债券的收益率利差仍高于年初至今的平均值



资料来源——RBC 财富管理、彭博；德国和法国债券收益率以彭博欧元综合国债指数为代表；截至 2024 年 11 月 13 日的的数据

最近德国政府垮台，使该国有可能采取刺激性较强的财政政策，在未来政策明朗之前，政府债券的反弹可能有限。我们维持法国债券的比重偏低，并偏好荷兰、西班牙、政府机构债券及多国债券，因为这些债券的息差相对于德国债券具有吸引力，在评级较低的国家中，我们继续偏好希腊而非意大利。

从过去 1 年的表现来看，欧洲债券显得昂贵，低质量债券的息差缩小幅度最大。公司基本面及强劲需求可能会在短期内支持息差，但汽车、工业及物料等受美国出口影响的行业可能会将息差从当前水平拉大。因此，我们认为采取谨慎且选择性的做法较为有利。



全球透视 2025 年展望

亚太地区

- 美国当选总统特朗普提出的关税政策、中国的刺激经济措施，以及日本结构性改革所带来的经济增长，都可能影响亚洲股市的前景。
- 2025 年，亚洲信贷市场将面临贸易和地缘政治压力，但稳定的基本面和有针对性的刺激措施为投资级债券提供了谨慎乐观的前景。

亚太地区股票

我们相信，2025 年中国市场的焦点将是刺激措施的宣布和实施。继 2024 年 9 月政策转向后，官方已开始推出稳定经济及支持股市的措施。随着美国新政府于 2025 年 1 月上任，并于其后推出政策，我们预期中国将以更多刺激措施作回应。

美国可能会对中国货品征收 60% 的关税，并实施更多贸易限制，这可能会导致中国股市出现波动。RBC 全球资产管理估计，此类关税可能会在实施 2 年后使中国的实际 GDP 总量减少 1.6%。然而，如果中国的财政刺激力度足够大——目前的市场预期至少带来 GDP 总量 1.4% 的增长——那么它就能在很大程度上抵消关税和出口下降带来的影响。

中国经济增长的一大隐忧是地方政府债务和持续的房地产市场放缓。我们相信政府有决心稳定房地产市场，这对巩固内需及支持股市估值至为重要。我们对中国股市保持审慎乐观，因为市场似乎已计入许多经济不利因素。我们认为 2025 年的上行潜力大于下行风险。

Jasmine Duan

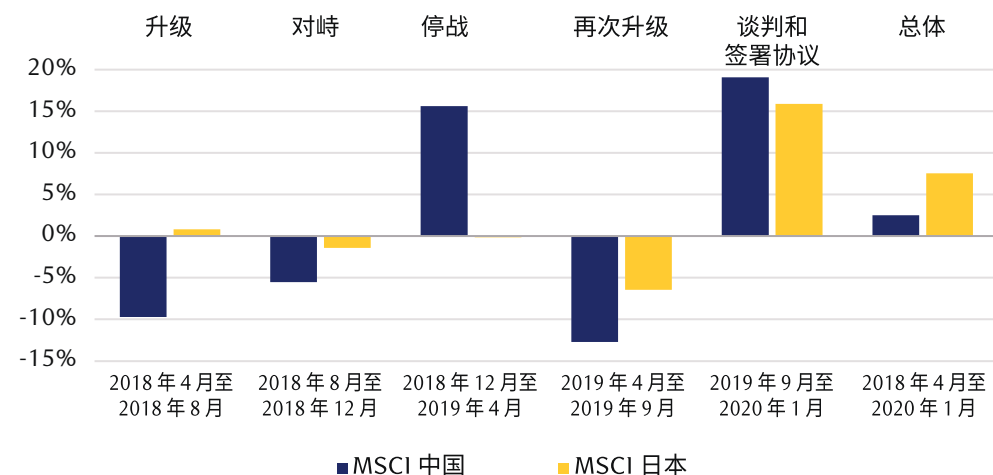
中国香港

Nicholas Gwee
(特许财务分析师)

新加坡

在中美贸易紧张的 5 个阶段中，中国和日本股票的表现

回报百分比



资料来源——RBC 财富管理、彭博

我们对日本股市持乐观态度，理由是：可持续的2%通胀目标即将实现；来自友方外包和本土外包投资资金流入可能；日本企业提高股东回报的可能性；高储蓄和工资增长带来的国内需求上升潜力；以及即将推出的日本个人储蓄账户计划带来的零售资金流入。

下行风险包括日本政府退休金投资基金可能将投资从国内股票转向国内债券，日本央行减少其持有的股票 ETF，以及日圆波动对公司盈利造成压力。

由于执政联盟政府在下议院选举中失去多数席位，日本的政治环境变得更加难以预测。我们相信，新政府可能仍由自民党领导，首相石破茂的财政议程将不再那么强硬。

经济学家的共识是，日本央行将继续加息至 2025 年底。我们认为，即将上任的特朗普政府将推动美国经济进一步增长，这对日本股市整体而言是利好消息。然而，由于美国关税和更严格的法规给中国（日本重要的出口市场）带来风险，我们会对出口商进行筛选。

亚太地区固定收益

Kennard Ling
新加坡

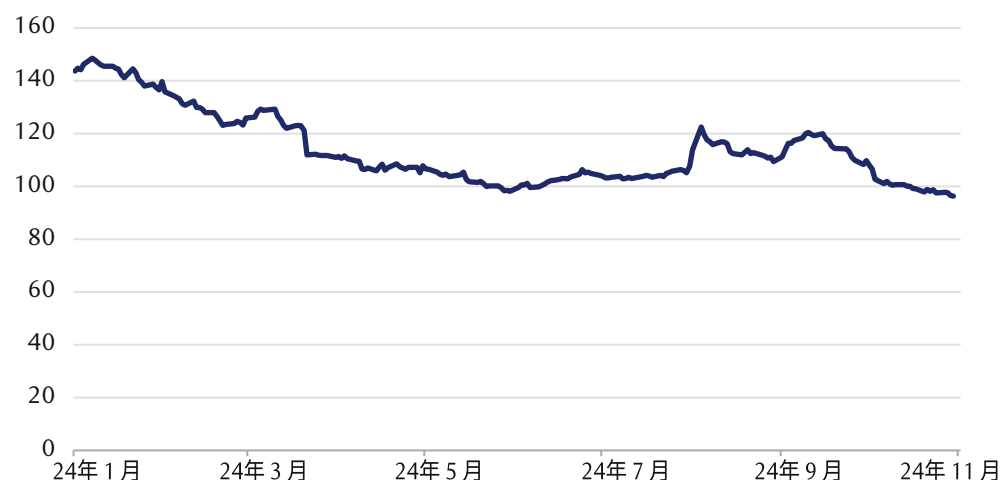
Shawn Sim
新加坡

踏入 2025 年，亚洲信贷市场面临复杂的宏观经济形势，并受到潜在地缘政治紧张局势和特朗普政府上任后的美国保护主义政策所影响。由于市场担心美国可能对亚洲地区征收关税，亚洲信贷市场将面临压力。尽管信贷息差收窄，我们仍偏好亚洲投资级债券，因预期美国国库券收益率将上升，美国国库券曲线将更陡峭。我们认为，亚洲金融机构，尤其是大型银行，似乎有能力应对货币波动，并可能受惠于通胀背景。整体而言，对高总收益率的强劲需求、适度的供应和稳定的基本面，支持我们对亚洲信贷市场持谨慎乐观态度。

踏入 2025 年，中国将面临更大压力，首当其冲的是美国当选总统特朗普的关税议程，他威胁要对中国进口货品征收 60% 的关税。然而，我们预期这项威胁只是向中国争取让步的筹码，而所征收的关税将较预期低。就国内而言，中国于 2024 年 11 月推出一揽子财政方案，旨在应对地方政府债务风险。此前，政府于 2024 年 9 月推出了一轮货币刺激政策，旨在振兴房地产业并刺激消费。我们认为，未来几个月可能会公布更多措施。尽管消费情绪低迷，但食品服务及航空旅游等行业仍有亮点，展现韧性。投资级债券仍是中国信贷市场的首选。

亚洲(日本除外)美元投资级债券息差于 2024 年 1 月至 10 月收窄

彭博亚洲（日本除外）美元投资级债券指数相对于美国国库券曲线



资料来源——彭博

日本方面，日本央行的行动持续受到日圆走势的影响。特朗普赢得大选以及市场对随后美国国库券收益率上升的预期导致日圆走弱。如果日圆持续过度疲弱，导致企业的进口价格上涨，并抑制国内需求，日本央行有可能在短期内加息。我们偏好日本的投资级债券，它们应可抵御日本政府债券收益率上升以及特朗普政府的 10% 至 20% 关税。

全球透视 2025 年展望

大宗商品

原油：供应

2024 年，地缘政治和需求引发的变数，导致当前形势充满不确定性，油价也因此波动不定。特朗普计划在任内增加钻探，进一步增加市场供应，再加上石油输出国组织（OPEC+）的报复，可能会导致油价下跌。RBC 资本市场将 2025 年 WTI 纽约原油的预估价格下调至每桶 68 美元。

天然气：天气

高于平均气温的天气导致天然气价格下跌，但 RBC 资本市场预计冬季将有助于提振价格，电力需求恢复正常也有助于稳定价格。出口增长潜力加上国内需求改善，故 RBC 资本市场预期 2025 年的平均价格为每百万英热单位 \$3.13 美元。

黄金：金价走高

在央行买盘、中国需求、宏观不确定性以及减息的推动下，金价在整个 2024 年持续上涨。此外，根据世界黄金协会的黄金需求趋势报告，黄金需求继续受惠于 ETF 的投资流入，显示在更大的经济不确定性中，散户投资者的需求持续增加。RBC 资本市场预测 2025 年的价格为每盎司 \$2,618 美元。

铜：供应紧张

铜供应持续紧张，因为能源转型、电动汽车以及美国制造业加速向本土转移等主题将在未来 1 年及以后成为需求驱动因素。我们认为，尽管全球经济增长放缓的忧虑仍然存在，但中国财政及货币刺激政策的积极转变可能会令价格上涨。RBC 资本市场预测 2025 年铜价每磅为 \$4.50 美元。

Matt Altro（特许财务分析师）

加拿大多伦多

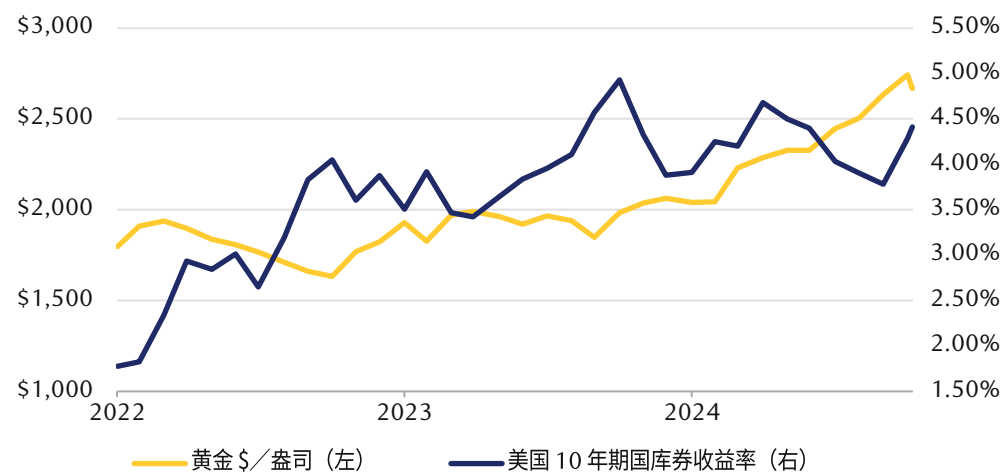
2025 年大宗商品预测

| 大宗商品 | 价格 |
|----------------------|---------|
| 石油 (WTI 纽约原油每桶\$) | \$68.00 |
| 天然气 (每百万英热量单位\$) | \$3.13 |
| 黄金 (每盎司\$) | \$2,618 |
| 铜 (每磅\$) | \$4.50 |
| 大豆 (每蒲式耳\$) | \$11.50 |
| 小麦 (每蒲式耳\$) | \$6.18 |

资料来源——RBC 资本市场预测（石油、天然气、黄金和铜）、彭博预测（大豆和小麦）；2024 年 11 月 6 日的数据

利率下降，金价持续攀升

金价与美国 10 年期国库券收益率的比较



资料来源——彭博；截至 2024 年 11 月 6 日的数据

大豆：产量下降

由于部分州的大豆产量下降，美国农业部下调了 2024-2025 年度的平均产量预测。目前，美国的产量预测比之前的预测低 400 万蒲式耳，而彭博的预测为每蒲式耳 \$11.50 美元，高于目前的期货定价。

小麦：种植增加

根据美国农业部预测，小麦出口量将比 2023-2024 年高峰高出 17%，为 4 年来最高。由于 2023-2024 年期间价格上涨，刺激农民增加小麦种植，有助于产量大幅回升。彭博 2025 年的预测为每蒲式耳 \$6.18 美元。

全球透视 2025 年展望

货币

Nicolas Wong
(特许财务分析师)
新加坡

美元：特朗普胜选后将持续走高

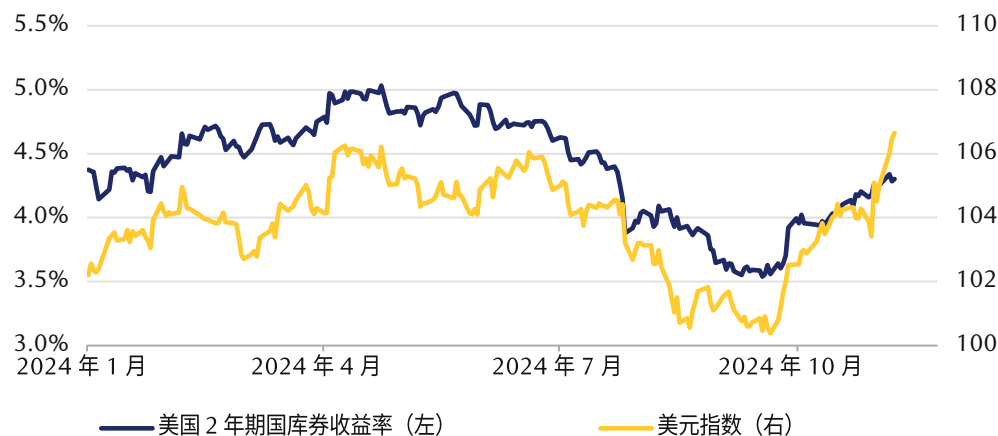
市场普遍预期当选总统特朗普的经济政策会带来通胀，并导致美国利率持续高于市场预期；我们认为这应会继续支撑美元。美元在 2025 年的强势将取决于即将上任的政府推行保护主义政策的时间和幅度。然而，可能促使美元走软的潜在因素包括美国经济活动放缓，促使美联储减息幅度超出市场目前预期，或者其他国家（如中国）采取积极的财政刺激措施，抵消美国强劲的经济表现。

欧元：受到政治风险和欧洲央行宽松政策的拖累

虽然我们之前预期欧元／美元将在 2025 年回升至 1.10 以上，但特朗普的关税政策可能会对已经陷入困境的欧元区造成负面影响，并可能令欧洲央行采取较多宽松政策。RBC 资本市场分析师将 2025 年第 1 季欧元／美元预测下调至 1.02，同时指出其预测存在高度不确定性。我们认为，对经济的影响最终取决于关税情势的发展。2025 年初，德国在 2 月提前大选带来的不确定性也可能影响欧元的表现。

2024 年，随着美联储启动货币宽松周期，美元指数（DXY）紧随 2 年期国库券收益率。

我们预期，美元强势将延续至 2025 年上半年，因为新政府的潜在通胀政策将使美国国库券收益率高于目前的市场预期。



资料来源——RBC 财富管理、彭博；截至 2024 年 11 月 14 日的日期

加元：2025 年下半年复苏

RBC 经济研究部认为，加拿大央行将于 2025 年第 2 季达到 3% 的最终利率，而美联储将在 2025 年第 1 季达到约 4% 的最终利率。基于有利于美元的利差，我们预计第 2 季美元／加元汇率将升至 1.43。然而，我们相信加拿大积极的货币宽松政策可能会在 2025 年下半年推动经济增长反弹，加元兑美元将在年底回升至 1.41。

英镑：易受下行风险影响

在 10 月备受期待的英国预算案中，工党政府宣布增加税收与支出。我们认为，支出增加对短期增长的潜在影响，可能会令英国央行在 2025 年初保持较强硬的立场，并支撑英镑。展望未来，RBC 资本市场认为英镑容易受到下行风险的影响，并指出以实际有效汇率（衡量英镑兑一篮子其他货币的汇率）计算，英镑仍被高估。

日圆：日本央行在 2025 年谨慎加息

美元／日圆汇率持续受到两国利率差异的影响。尽管日本央行最终在 2024 年将利率从 -0.10% 调高至 0.25%，但由于美联储和日本央行利率之间的差距仍然很大，因此该“货币对”未能突破 2024 年 140 附近的低位。我们预期 2025 年也会出现类似情况，因为特朗普政府的通胀政策将使短期美国国库券收益率维持在高位，而日本央行可能不愿大幅加息，因为政治不确定性可能会持续到 2025 年中期参议院选举。

2025 年货币预测

| 货币 | 2025 年 12 月预测 |
|-------|------------------|
| 美元指数 | 106.79 |
| 欧元／美元 | 1.05 |
| 美元／加元 | 1.41 |
| 英镑／美元 | 1.24 |
| 美元／日圆 | 150.0 |

资料来源——RBC 资本市场估计；
截至 2024 年 11 月 13 日的数据

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证券的投资组合。

该委员会利用 RBC 投资策略委员会（RISC）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。

全球投资组合顾问委员会成员

Jim Allworth——联席主席
投资策略师，RBC 多美年证券有限公司

Kelly Bogdanova——联席主席
投资组合分析师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

Frédérique Carrier——联席主席
董事总经理兼投资策略主管，RBC 欧洲有限公司

Mark Bayko（特许财务分析师）——投资组合管理主管，RBC 多美年证券有限公司

Luis Castillo——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Rufaro Chiriseri（特许财务分析师）——固定收益主管，不列颠群岛，RBC 欧洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

Thomas Garretson（特许财务分析师）——固定收益高级投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 资本市场有限公司

RISC 由来自 RBC 内以客户为中心的各个业务部门（包括投资组合顾问组）的高级投资专业人士组成。RISC 构建全球投资展望，并制定可用于管理投资组合的具体准则。RISC 由 RBC 全球资产管理有限公司投资总监 Daniel Chornous（特许财务分析师）担任主席。

Patrick McAllister（特许财务分析师）——股票顾问兼投资组合管理部经理，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Josh Nye——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Alan Robinson——高级投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国股票），RBC 资本市场有限公司

Michael Schuette（特许财务分析师）——多元资产投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

David Storm（特许财务分析师、特许另类投资分析师）——投资总监，不列颠群岛及亚洲，RBC 欧洲有限公司

Yuh Harn Tan——全权投资组合管理兼超高净值投资方案主管，加拿大皇家银行新加坡分行

Joseph Wu（特许财务分析师）——投资组合经理，多元资产策略，RBC 多美年证券有限公司

《全球透视》的其他作者

Matt Altro（特许财务分析师）——加拿大股票助理顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Jasmine Duan——投资策略师，RBC 投资服务 (亚洲) 有限公司

Nicholas Gwee（特许财务分析师）——投资组合经理，加拿大皇家银行，新加坡分行

Kennard Ling——固定收益专家，加拿大皇家银行新加坡分行

Thomas McGarrity（特许财务分析师）——股票主管，不列颠群岛，RBC 欧洲有限公司

Josh Nye——固定收益投资组合顾问，RBC 多美年证券有限公司

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家银行新加坡分行

Sunny Singh（特许财务分析师）——加拿大股票投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Nicolas Wong（特许财务分析师）——外汇主管(亚洲及不列颠群岛)，加拿大皇家银行新加坡分行

必要信息披露

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

其中一位或多位编撰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 条规则所规范。

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。

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。

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 |

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。

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。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。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/经手人，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/经手人或经纪人或经手人身分经营的银行，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
RBC1524



Wealth
Management
财富管理