特别报告

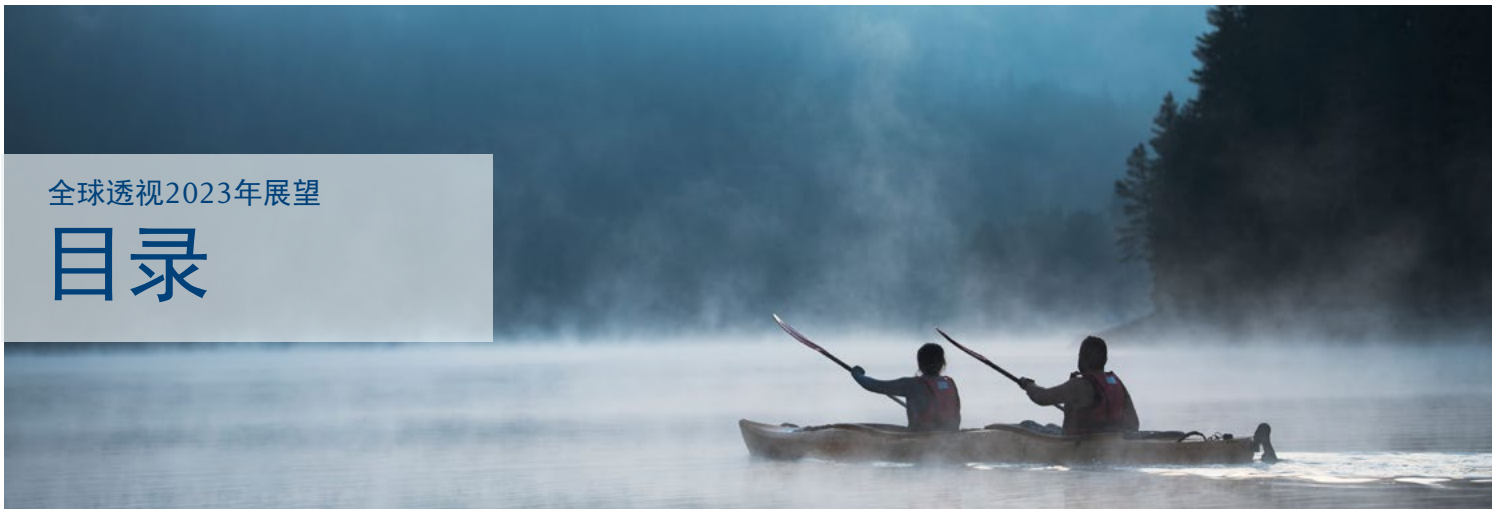
Wealth Management
财富管理

全球透视 2023年展望

从投资角度来看预期的经济衰退。

请参阅第38页，了解重要和必需的非美分析师披露。
编制时间：2022年11月30日，北美东部时间上午10:38；发布时间：2022年12月5日，北美东部时间下午3:00

通过加拿大皇家银行财富管理提供的投资和保险产品未经联邦存款保险公司（FDIC）或其它任何联邦政府机构保险、并非银行存款或其它债务或由银行或任何银行附属机构担保，可能存在投资风险，包括可能损失投入的本金。



全球透视2023年展望

目录

3 **市场概况：全球透视2023年展望**
一件大事 - 2023年美国经济衰退的到来 - 应会构筑未来12至18个月的投资格局。
这对投资者意味着什么？

9 **美国**
美国市场可能会以比投资者可以想象的更快、更不同的方式改变方向。

14 **加拿大**
加拿大经济很可能在2023年陷入衰退，但市场正开始忽视这一威胁。

19 **英国**
即使英国经济步入衰退给新政府带来诸多挑战，也转向紧缩政策。

24 **欧洲**
地缘政治冲突和能源危机主导不确定性异常高的环境。

29 **亚太**
在中国开始形成新战略议程之际，日本的宏观发展相对有利。

33 **大宗商品**

35 **货币**

37 **研究来源**

38 **必要信息披露**

除非另行注明，所有估值以美元计价，以2022年11月22日市场收盘价为准。

全球透视2023年展望

市场概况

我们是刺猬

Jim Allworth
加拿大温哥华

“狐狸知道很多事，但刺猬知道一件大事”，这是源自古希腊寓言的一句格言，它不时被用来论证某种思维方式的优越性或有效性。跟大多数人一样，从长远来看，我们认为像狐狸那样的思维方式更值得关注。但此时此刻，我们觉得更像是刺猬...我们知道一件大事，这件大事将塑造未来12至18个月的投资格局。

一件大事：美国经济衰退即将来临

首先，需要指出的是美国尚未步入衰退。美国国家经济研究局（NBER）需要看到“经济活动明显下滑在整个经济中蔓延且持续数月以上”。目前尚未出现这种明显的下滑。不过，有数个因素在起作用，这向我们表明，这种广泛的经济衰退最有可能在明年到来：

1.历史就是如此。历来最可靠的领先经济衰退指标 - 短期利率位置与长期利率位置的比较，也就是“收益率曲线的形状” - 早在7月份1年期美国国债收益率升超10年期美国国债收益率时，就表明美国经济衰退即将来临。以往，每当发生这种“倒挂”时，通常在大约一年后，经济衰退终将如影随形。

同样也有“完美”往绩记录的世界大企业联合会（Conference Board）的领先经济指标在9月跌破了去年同期的水平。经济衰退总是在这样的信号之后来临，平均而言约在两三个季度之后。

我们关注的另外五个领先经济衰退指标中，除一个指标之外，其他指标依然都处于正值区域，但正（缓慢）滑向对未来几个月的美国经济发出负面信号的地步。

2.“银根紧缩”已然来临。美国经济衰退之前总是出现银根紧缩，即过高的利率伴随着银行越来越不愿意放贷，但只有两次例外（二战后的经济衰退和2020年长达2个月的疫情相关的衰退）。

如上所述，7月收益率曲线倒挂表明，信贷环境正朝着这种限制性的方向迈进。当然，由于美联储和多数其他主要央行加快紧缩步伐，对很多借款人来说，利率已经变得非常高。一个结果是抵押贷款利率大幅升高抑制了对新房和现房的需求。房屋许可数量急剧下降，这非常明显地表明，未来几个月住宅建筑活动将减弱。

获得贷款也变得越来越困难。最近三次高级贷款官员意见调查（美联储每三个月发布一次）显示，美国越来越多的银行目前正在提高几乎所有类别的消费和企业贷款的贷款标准（即对贷款对象变得更挑剔）。

3.2023年消费的力量将逐渐减弱。约占GDP七成的消费支出的方向是最重要的。虽然银行账户里依然有超额储蓄，工资也在不断上涨，但高通胀导致实际收入跌破一年前的水平。尽管如此，实际个人支出持续攀升。新增的借款正在弥补这个缺口。信用卡债务在过去18个月增长20%。

由于疫情关闭导致很多服务无法提供，很大部分未来的商品需求已提前到2020年和2021年，而政府支持计划提振了消费者的收入，但目前这些计划已基本结束。同时，对旅游和外出就餐等很多被压抑的服务需求在2022年已得到满足，未来一年服务支出的高速增长态势料将放缓。

消费者对未来前景也非常悲观，首席执行官们也是如此。消费者和企业信心指数已经处于类似衰退的低点。

2023年美国经济衰退的到来对投资者意味着什么？

利率方面，我们预计2023年将是趋势转变之年，上半年利率会进一步略微上升，然后下半年不断下降。

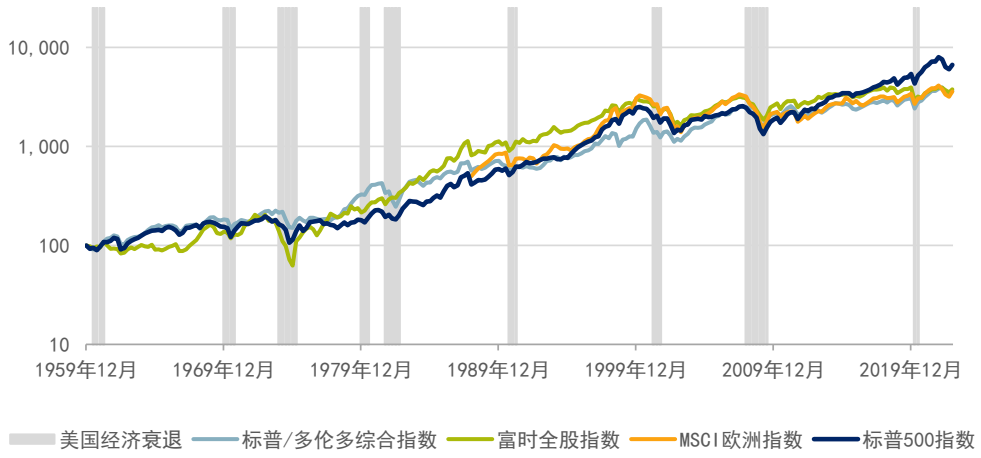
在过去70年，美联储通常会在衰退开始前停止加息，甚至开始降息。明显的例外是通胀的上世纪70年代和80年代初，当时在步入经济衰退后才开始降息。同一时期，在经济衰退开始和美联储着手降息之前，10年期美国国债收益率大体上已经见顶并开始下降。此外，上世纪70年代的经济衰退是一次例外。

鉴于当前的通胀担忧，美联储强调了太早降息的危险。通胀数据进一步改善或可让决策者放慢未来加息的步伐，甚至可能暂停加息。不过，除非经济数据出现一些明显恶化的情况，尤其是就业方面，否则我们认为直接降息不太可能被提上日程。2023年下半年应会看到美联储降息的窗口开放，以缓解经济衰退的影响，而我们预计经济衰退将于明年年中到来。

鉴于其他发达国家的通胀数据也将有所缓和，我们认为，美联储降息将使这些国家的央行有理由降息，以应对其自身的经济衰退，至少欧洲和英国的经济衰退可能相对更严重、更痛苦。

10年期债券收益率可能已经见顶或正处于见顶的过程之中。然而，我们认为，在通胀明显步入下行轨道且在央行降息明显在望（可能在2023年下半年）之前，债券收益率不太可能较当前水平大幅下降。

美国经济衰退和股市熊市共进退



资料来源 - 标普、多伦多证交所、FactSet；季度数据截至2022年10月31日，以对数表示，指数调整至以1959年12月=100为基准

从股票投资者的角度来看，美国经济衰退通常都与全球股市熊市有关。过去9个月的媒体评论认为，熊市已经开始。情况可能就是如此。不过，我们认为，无论未来几个季度股市走势如何，都不太可能是直线走势。

从11月初美国中期选举前几周开始，大多数主要股市就开始反弹，与之前2022年的任何一次逆势上涨相比，这次反弹的基础似乎更好。在美国以外，过去一年一些表现最差的市场（主要是欧洲、中国内地和香港）一路领涨。

到目前为止，这一走势几乎被普遍认为只是“熊市反弹”。当然，事实可能就是如此。然而，一些因素使我们相信，当前这种反弹可能会持续到新的一年：通胀数据有所缓和，这增加了美联储放慢加息步伐的可能性；在10月市场低点前后投资者信心极为负面，与1月市场见顶时盛行的自满乐观情绪形成鲜明对比；还有一个事实是，标普500指数几乎总是在美国中期选举后的几个月实现强劲的正值回报。

我们认为，目前上演的任何股市反弹是否不只是较长期下行趋势中的一个上行插曲，仍有待观察。

即使如此，我们最可靠的领先指标目前强烈表明，2023年经济衰退可能在明年中期前后到来。由于每一次美国经济衰退都与股市熊市有关（不只是美国，而是每一个主要股市），我们预计，未来几周或几个月的任何股价反弹在某个时刻都将让步于另一段股价下跌时期，反映出盈利预期下降和对未来的信心减弱，而这通常伴随着经济紧缩时期。

经济衰退的到来和随之而来的股市熊市对投资前景有多大影响？

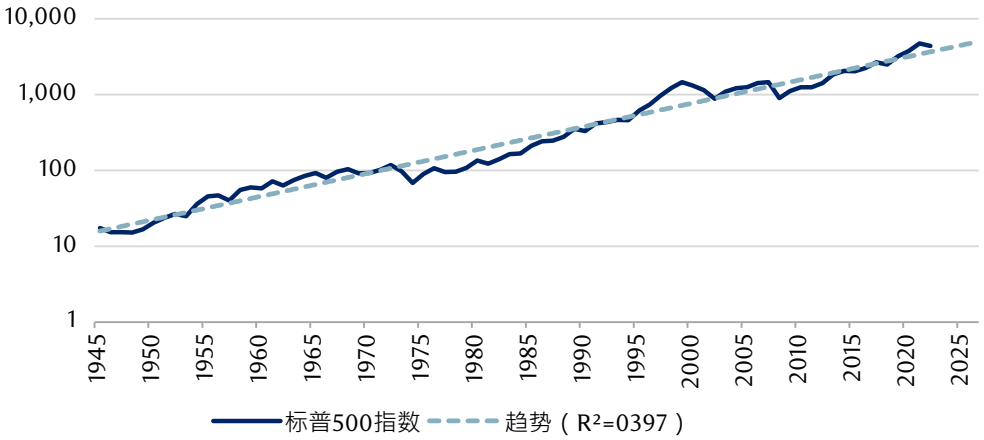
我们认为这个问题至少有两个答案。在经济衰退和随之而来的股市熊市上演期间，由于盈利预测下调，在经济增长时可控的企业问题在经济收缩时变得不那么容易解决，而且不可预见的危机也浮出水面，投资者的乐观情绪通常会在几个月的时间内变得极度悲观，数月过后，商业状况恶化，投资者可能对直到最近才完全意识到的这些问题能够完全解决失去信心。

在最糟糕的情况下，投资者可能会认为经济衰退持续的时间比实际持续时间更长。这种（错误的）信念使他们非常怀疑股市何时上涨，就像往常一样，在衰退结束之前 - 通常在衰退结束前三到五个月。

但如果退后一步来看更长一段时期的经济和市场历史，就会浮现出一个不那么混乱和更有建设性的观点。下页第一个图表显示，包括熊市在内，标普500指数从二战结束至今的77年里一直在明显稳步上行的趋势中攀升。在这段时期，标普500指数每年上涨7.3%。当然，期间投资者还获得了每年约2%的股息，在这个例子中，没有假设将这些股息进行再投资，而是每年支付。因此，拥有500家可以说是美国规模最大、最成熟的企业每年的总回报率超过9%，在几乎四代人的时间跨度内都相当稳定。

自1945年以来，标普500指数一直在明确的上行趋势中攀升

标普500指数表现

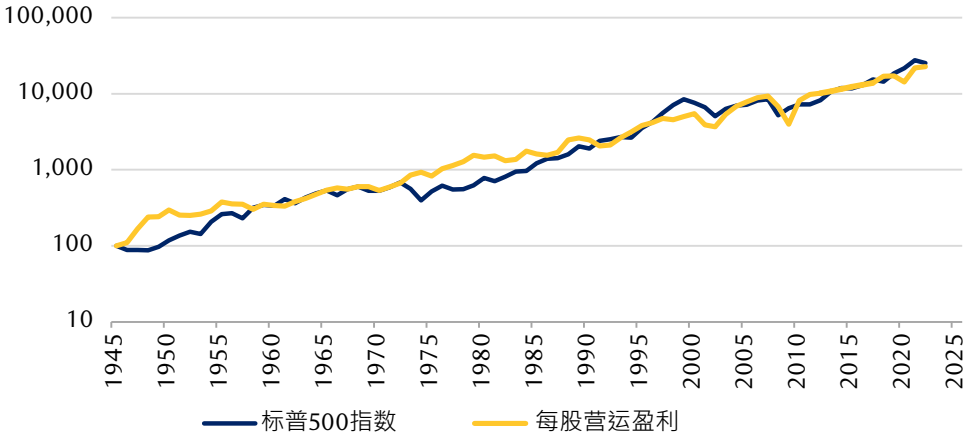


资料来源 - 标普；年度数据以对数表示

重要的是，如下图所示，仅仅因为该指数从1945年的低点上涨到如今非常高的水平并不意味着，该指数价值已从“便宜”攀升到“昂贵”。而是，该指数价值的上涨速度恰好与这500家公司的盈利增长速度一样快 - 这是一场“势均力敌的比赛”，即在这77年里，标普500指数自身的价值和该指数的每股盈利都以每年7.3%的速度增长。

股价和盈利同步上升...

标普500指数表现与每股营运盈利比较

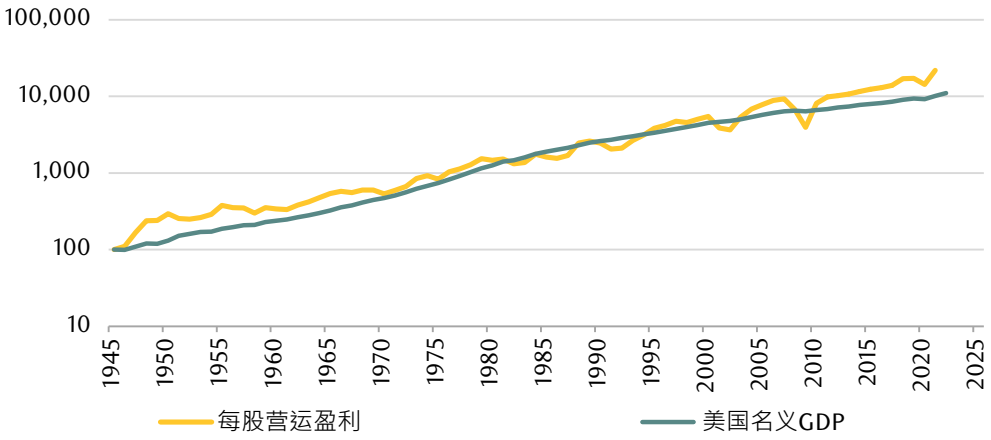


自1945年以来，股票和盈利都保持平均每年7.3%的增长。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、标普；年度数据以对数表示

...并且盈利增速略快于经济增速

每股营运盈利与美国名义GDP比较



自1945年以来，美国名义GDP每年增长6.4%，而盈利平均每年增长7.3%。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、标普、美联储；年度数据以对数表示

而且，如下页最后一个图表所示，令人欣慰的是，每年增长7.3%并不是什么人们必须相信才能接受的“神奇”数字。相反，它是几乎完全取决于那段时期美国经济增长的一个增长率。所谓的从1945年至今平均每年6.4%的“名义GDP”增长率。（名义GDP是未经过通胀调整的GDP，在这里我们使用名义GDP是因为标普500指数和盈利都未经过通胀调整。）在我们看来，为何盈利和平均股票价值能够每年比经济增速快近一个百分点的最佳解释是，在这些年里，越来越多的指数成分股公司在美国本土和海外成功实现了自身业务的发展。

因此，这种较长期的观点揭示出经济和企业正在不断适应日益变化的环境。有时这种适应很痛苦。但如果经济衰退是痛苦时期，那么这个过程通常非常短暂。在我们关注的77年的时间跨度内，经济处于衰退的总时长相当于12年，约占这个时期的15%。第三个图表强调了经济衰退占用的时间非常少。如果仔细观察代表GDP的这条线，会发现6次非常浅的凹陷，它们正好与经济衰退时期吻合。但在这段时期总共出现了13次经济衰退，因此有6次几乎看不出来，7次根本就看不出来。

我们认为，以经济和已经成功的企业即将失去这种适应能力，或者充满挑战的时期将比现在持续更长时间的前提为依据，做出重大的投资组合资产配置决定似乎与历史记录不成比例。

另一方面，在我们来看，更注重质量和可持续的股息，并远离可能在衰退中自食其害的个别公司风险是一种不错的方式。

全球透视2023年展望

美国

美国市场可能会以比投资者可以想象的更快、更不同的方式改变方向。即使经济在2023年陷入衰退，如果以史为鉴，则股市有望在衰退结束之前开始新一轮牛市周期。就固定收益而言，我们认为，将资金投入市场的时间窗口现在已经打开，但可能会比预期更快关闭。我们认为，现在是根据长期策略建议进行投资组合资产配置的时候了。

美国股票

现在还没到那，但离那越来越近了

Kelly Bogdanova
美国旧金山

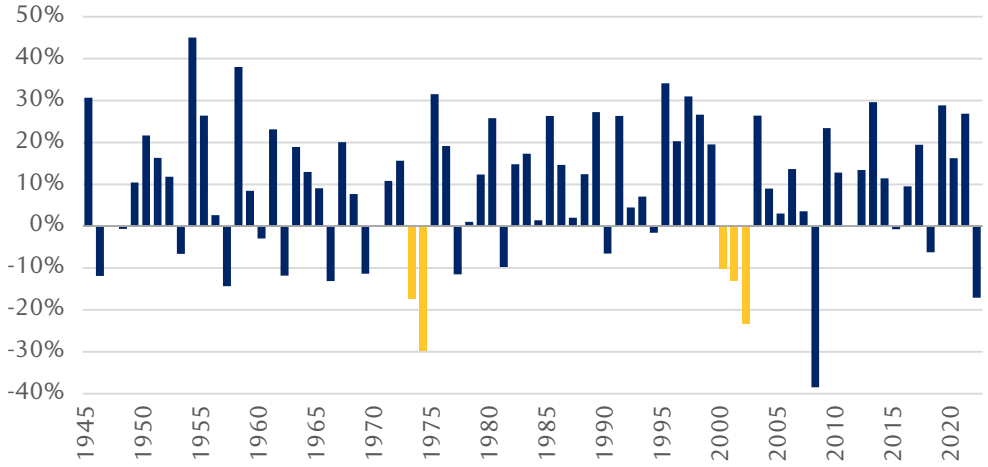
“到那了吗？”2022年6月，我们的美国投资委员会提出了在长途旅行中父母和祖父母经常被问到的这个经典问题。那时，我们注意到路边出现了橙色锥状路标，需要更多经济数据来提高能见度。几个月后，现在我们的答案是，“现在还没到那一步，但离那一步越来越近了”。

首先，标普500指数连续几年实现负值回报的情况很少见。这种情况在二战后的时代里只出现过两次。市场已经承受了重大的打击，包括美联储历史上速度最快、规模最大的紧缩周期之一。就前者而言，我们认为，美联储将放慢加息步伐，最快可能是2022年12月的会议；而对于后者，我们认为，加息周期将在2023年结束。

其次，与前几次经济压力时期相比，公司盈利前景“没有那么糟糕”。如果2023年标普500指数盈利最终与2022年持平，约为每股220美元 - 我们认为这种情景是有可能的，则大多数机构投资者有望松一口气。即使经济衰退成真并导致普遍盈利预测进一步大幅下调，我们认为，相对来说，家庭支出也会比近期的经济收缩期更具弹性。家庭资产负债表状况看起来更好，这得益于这一时期开始时更强劲的就业趋势和较高的储蓄水平。

在二战后的时代里美股只有两次连续出现负回报

1945-2022年标普500指数年度回报率（不含股息）



数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；2022年是截至2022年11月21日今年迄今的初值数据

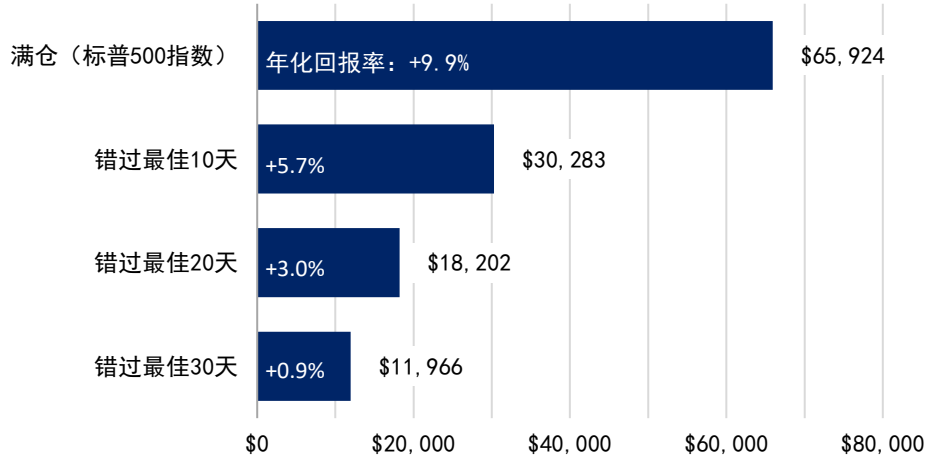
第三，2023年股市情绪可能受益于通胀下降。大宗商品和商品的价格趋势已经指向这个方向。

但不要误会 - 我们对2023年的市场前景并不盲目乐观。我们有理由继续保持警惕。经济依然面临陷入衰退的风险。如果标普500指数每股盈利约为220美元或更低，这种低于平均水平的增长率几乎没有给市盈率估值扩张留下空间，而且利润率可能面临压力。虽然我们预计通胀将回落，但通胀下降有多快、力度有多大的问题仍悬而未决。这可能会影响市场的估值。一般来说，中期居高不下的通胀和利率导致股市估值下跌，反之亦然。

我们认为，投资者最重要的目标是评估投资组合，使其符合长期策略配置建议。回调期间，配置自然会失衡，并且有行业证据表明，投资组合中已经累积了大量现金头寸。我们认为，试图把握市场时机是一项危险的工作。新一轮牛市周期启动的钟声还未敲响。错过涨幅最大的反弹期可能对长期表现产生不利影响，而这种上涨往往在所有障碍消失前不可预测地出现。

错过市场最佳时期可能对投资组合产生不利影响

2002年11月到2022年11月，标普500指数10,000美元投资的美元价值（包括股息）



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、FactSet；数据截至2022年11月21日

一旦配置恢复平衡，我们将密切关注各种机会，因为经济、利率和盈利前景都开始日渐清晰起来。

目前，我们青睐美国股市中的小盘股和中盘股。相对来说，这些股票的估值比大盘股及其自身的历史均值便宜。在盈利预测进一步调整之际，这应会提供缓冲。当美国经济经历挑战时期时，对经济更敏感的这些行业板块往往会引领下一轮牛市早期阶段的方向。

就标普500指数大盘股而言，我们继续青睐能源板块。普遍盈利调整情况好于多数板块。由于多年来资本投资不足，能源大宗商品供应紧张的局面中短期内不太可能解决。这应有助于为大宗商品价格和能源公司盈利提供比典型的经济疲软时期更大力度的支持。

美国固定收益

2023年将看到美联储开始第三次行动

Thomas Garretson · CFA
美国明尼阿波利斯

双重使命。2021年，美联储的唯一重点是让美国劳动力市场恢复“充分就业”，这是国会赋予的双重使命的第一个方面，美联储长期以来一直认为其目标水平约为4%。2021年12月失业率下降至3.9%，此后一直保持在甚至低于目标水平。2022年，美联储开始高度关注使经济恢复“价格稳定”，这是其双重使命的第二个方面，并将之定义为在任何特定的商业周期内价格平均每年上涨2%。我们认为，虽然实现通胀目标尚需时日，但美联储在2022年的激进行动已经为通胀在适当时候回归目标水平奠定了基础。

金融稳定是重点。目前来看，这为美联储在2023年将重点转向其非官方的第三项使命（金融稳定）奠定了基础。美联储和很多其他全球央行奉行的历史上比较激进的紧缩行动，有可能需要决策者保持更加谨慎的态度，并且高度关注和考虑加息（尤其是美元强势）可能带来的国内和全球金融脆弱性。这可能意味着，美联储很快就会将加息这个生硬的工具放回工具箱，并采取更多外科手术式的宏观审慎措施，帮助确保金融体系的稳健性和内部流动性。

利率将在2023年初见顶。我们预计，美联储有望在12月13-14日会议时加息50个基点，这将使短期利率达到4.25%-4.50%的区间，而这将是最后一次大规模加息。我们认为，2023年的任何进一步加息都应会以25个基点的速度继续，而且前提是即将公布的数据为其提供合理性且到2023年第一季度数据不高于5.00%。然后，正如人们普遍认为的那样，从2022年3月开始的加息的12到18个月的滞后影响到2023年中期开始对经济活动产生重大影响，我们预计，美联储将在明年下半年推出一系列温和降息的举措，以营造一些经济软着陆的假象。

收益率下降。正如市场前瞻所显示的那样，市场可能已经在消化这种情景，近期消费者和生产者价格指数疲软推动美国国债收益率从今年的高点大幅下降就表明了这一点。我们认为，2022年整个固定收益领域出现的收益率急剧攀升的情况将在2023年逆转。例如，根据加拿大皇家银行资本市场的预测，基准的10年期美国国债收益率到明年底可能跌破3.5%，而目前水平接近4.0%。

美国债券收益率触及5%，是近期平均水平的两倍

注：彭博美国综合债券指数包括投资级政府债券和公司债券。

资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社

锁定高收益。对固定收益投资者来说，最终结果是将资金投入市场的时间窗口已经开放，但可能会比预期更快关闭。从彭博债券指数来看，截至11月22日，美国国债收益率为4.2%，投资级公司债券收益率为5.4%，免税市政债券收益率为3.7%。如果像我们普遍预期的那样，2023年提供的收益率下降，可能会增加短期证券的再投资风险。我们继续青睐锁定处于历史高位的中长期债券的收益率策略，以保持收益，并且如果2023年衰退风险和美联储可能因而降息导致债券价格走高，收益率下降，我们将从资本升值中获益。

全球透视2023年展望

加拿大

加拿大经济很可能在2023年陷入衰退，但市场正开始忽视这一威胁。股市（包括银行股）已经在价格中体现了温和的经济收缩和房地产市场紧缩。我们认为，近期固定收益的收益率飙升已将加拿大债券市场恢复到投资者可以（包括从历史上风险更低的投资中）实现合理收益水平的环境。

加拿大股票

Sunny Singh · CFA
加拿大多伦多

2023年可能陷入衰退；家庭债务和房地产成焦点

更紧缩的货币政策及其对整个加拿大经济的金融状况的影响明显降低了经济增长预期，因为家庭消费开始感受到利率升高和通胀高企的压力。因此，加拿大皇家银行经济研究部预计，加拿大将在2023年初陷入衰退。

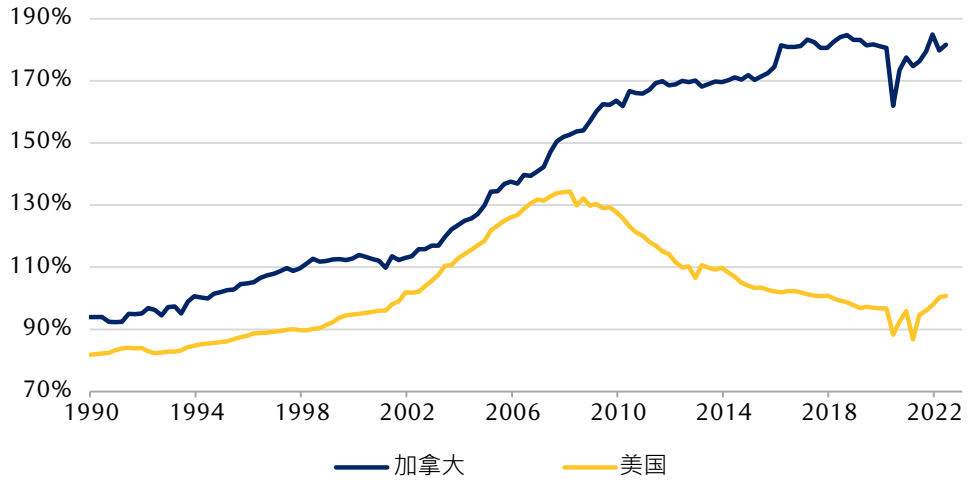
可以说，按目前估值来看，标普/多伦多证交所综合指数已经预期将出现温和的衰退。该指数估值较其长期平均值折价约25%。然而，加拿大存在家庭债务水平升高的特殊风险，加上房地产对经济的贡献巨大，我们认为需要进一步考虑。

去年这个时候，我们指出，进入2022年，加拿大房地产市场是加拿大经济面临的一个最大风险。不过，找到一种可能改变这种积极动能的催化因素仍然是一项挑战。我们清晰地发现，今年的催化因素是利率大幅上升。

加拿大皇家银行经济研究部的数据显示，疫情期间，加拿大人积累了3.9万亿加元的净财富，这主要得益于房地产热潮。在利率不断攀升的压力之下，由于房地产市场缩水，截至2022年第二季度已经蒸发了约9,000亿加元，预计2023年损失还会进一步扩大。净财富大幅下降，加上高通胀和利率居高不下，加拿大皇家银行经济研究部预计，2023年家庭支出将减少约150亿加元。

家庭债务水平高企是加拿大经济面临的一个主要风险

家庭债务与收入比率



资料来源 - 加拿大统计局

加拿大的银行估值中已在多大程度上体现了房地产和衰退相关的黯淡前景？我们会提出合理水平的理由。加拿大银行业的整体估值大致与2014年至2016年石油暴跌末期的普遍估值一致，并且较过去十年的平均值折价15%左右。也就是说，目前估值约比2008年至2009年全球金融危机和2020年初新冠疫情最糟糕时的估值高20%-25%。我们认为，该类别的估值已经出现温和衰退。通常情况下，我们倾向于在信贷损失达到峰值（而非我们目前所处的信贷周期的早期阶段）时买入加拿大银行股。不过，对于注重收益且能够看穿即将到来的经济衰退低谷的投资者来说，我们认为，加拿大银行业带来的机会值得关注。

能源是2021年标普/多伦多证交所综合指数中表现最好的板块，2022年延续了这种最佳表现。尽管西德克萨斯中质原油价格已从今年初的峰值回落，但加拿大能源股保持上涨的良好态势。我们认为，预计过去十年石油开发投资不足导致供应前景依然紧张，而这将支持我们对石油这种大宗商品的多年乐观展望。我们认为，稳健的大宗商品前景，加上具吸引力的自由现金流生成能力和有利的资本配置决策的潜力（增加股息、股票回购和减少债务），都支持维持对该行业的配置。基础金属方面，在2023年踏入全球增长放缓的环境下，我们认为需要保持谨慎。尽管如此，鉴于近期铜等基础金属的实物供应紧张和积极的长期基本面，我们认为，新的一年这个板块可能会涌现机会。

加拿大固定收益

Ryan Harder，CFA
加拿大多伦多

加拿大固定收益的收益回报

2022年：政府债券收益率飙升，信用利差扩大。2022年加拿大固定收益也未能幸免于各资产类别的历史糟糕表现，通胀高企迫使加拿大央行迅速退出货币刺激措施，并以比市场最初预期更快的速度大幅加息。

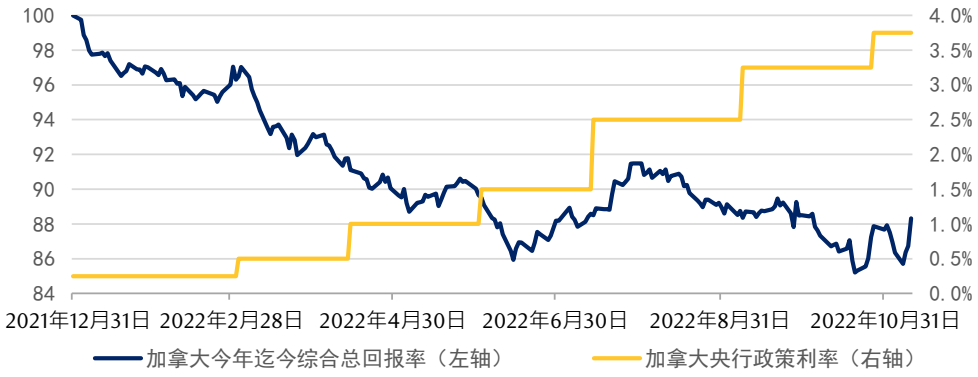
在之前几年里，当股市和其他风险资产大幅下跌时，政府债券收益率通常会下降 - 这种收益率的下降往往会部分或全部抵消公司债券的损失。2022年没有出现这种相关性，政府债券收率飙升，而衡量投资者承担信用风险所要求的额外收益率的信用利差扩大至多年高点。这种历史关系破裂的结果是，加拿大固定收益市场的每一个主要组成部分在2022年都经历了大幅下跌。

回报预期改善。没有违约的债券最终必须在到期时达到票面价值，因此历史表现欠佳导致未来回报预期向好。对于投资期限比其债券投资组合平均期限更长的投资者来说，过去一年的价格下跌料将导致这个投资期的总回报数据升高。

从公司债券收益率来看，加拿大债券大幅重新定价的情况尤为明显。BBB评级的加拿大债券的平均收益率在2022年接近翻番，现在投资者获得的回报高于全球金融危机

匆忙加息

比预期更快速加息导致2022年债券出现历史性欠佳表现



资料来源 - 彭博社

固定收益的收益回报

加拿大投资级公司债券的平均收益率

资料来源 - 彭博社；数据截至2022年11月11日；收益率以彭博加拿大综合指数表示

以来的任何时候。我们认为，这样的收益率飙升已将加拿大债券市场恢复到投资者可以（乃至从历史上风险更低的投资中）实现合理收益水平的环境。

我们认为，加拿大债券的另一个优势是，目前的平均发行价格较面值大幅折价。债券的收益率来源有两个：固定现金票息付款，以及到期时债券价格接近票面价值时的固有资本利得或损失。出于这个原因，应税投资者可能会从贴现债券中获益，因为他们以资本利得形式获得了更多收益（这一特性并不适用于本息分离债券、美国短期国债或其他折价发行的零息证券）。

2023年的机会。我们认为，2023年3到7年期的投资级公司债券颇具吸引力，收益率提供合理的收益水平，同时保持适度的信贷和利率风险。这也是很多最省税的贴现债券的来源，这进一步证明了我们对优质中期公司债券的信心。

我们认为，利率重置优先股看起来也相对便宜，因为过去一年，尽管利率重置后5年期收益率大幅上升，但价格也大幅下降。相比之下，对我们来说，固定股息的优先股估值看起来略贵，我们认为，最好通过债券而非固定股息优先股来体现长久期配置。对于利率重置和固定股息优先股来说，我们预计未来几个季度波动性将维持在高位，并且我们认为，只有当投资者愿意承担类似股票的风险时，他们才应该配置这个领域。

高通胀仍是主要风险。我们认为，2023年固定收益面临的主要风险最终与2022年拉低资产价格的因素相同 - 高通胀。尽管商品通胀显示出大幅放缓的迹象，但服务价格仍更具粘性，如果加拿大央行需要在比市场预期更长的时间内保持较高的利率，则债券价格可能面临进一步重新定价的风险。鉴于近期潜在的经济结果范围异常广泛，我们认为，风险平衡有利于锁定当前收益率提升的中期债券，但如果通胀比预期更持久，则无需承担过高的利率风险。

全球透视2023年展望

英国

我们认为，高昂的生活成本、紧缩措施以及英国央行收紧货币政策将共同导致英国陷入长期衰退。我们主张减持英国股票，但我们注意到，低迷的估值可能会带来值得关注的股息收益机会。我们对英国主权债券前景持负面看法，因为政府债务发行量增加和英国央行出售英国国债投资组合料将导致英国国债供应过剩。

英国股票

长期存在经济衰退风险，强烈偏向国际公司

Frédérique Carrier
英国伦敦

Thomas McGarrity · CFA
英国伦敦

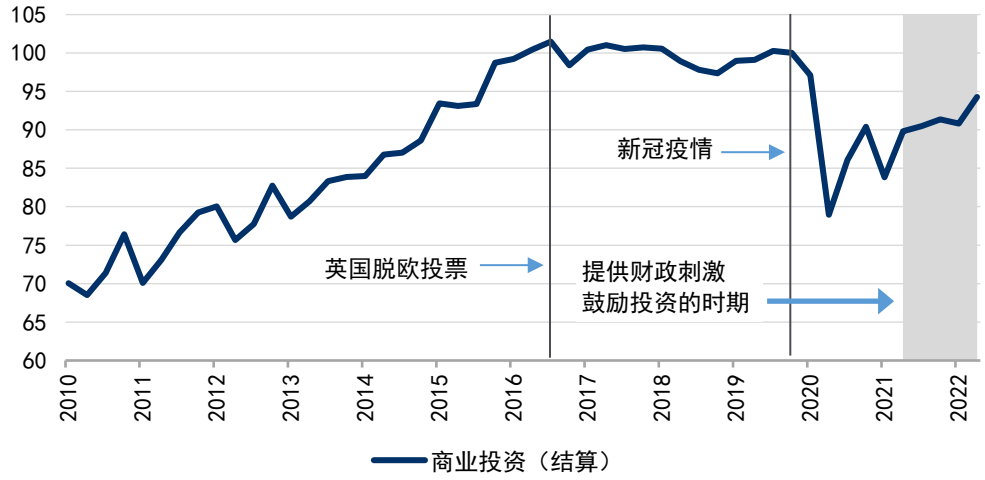
即使遭受衰退困扰，也要紧缩银根。在经历了英国脱欧、新冠疫情和今年的能源危机等经济冲击后，英国是七国集团中唯一一个产出仍低于疫情前水平的经济体。现在，即使英国央行收紧货币政策，经济开始衰退，英国仍面临着大规模增税和削减开支，总额接近GDP的2%。

在前任首相的财政鲁莽行为导致英国资产的风险溢价上升，且险些引发金融危机后，新任命的首相苏纳克为了恢复信誉，正在实施紧缩政策。苏纳克的目标是，让英国截至2021年底约为103%的债务比GDP比率大幅下降。

尽管如此，由于严重的生活成本危机，通胀率约为11%，经济活动已显著放缓。英国央行是第一个在2021年重新启动紧缩周期的主要央行，迄今为止已加息至3%。由于实施了更加谨慎的财政政策，考虑到加息对房地产市场的影响，英国央行未来可能不会那么激进了。约30%的抵押贷款固定为两年期，将以更高的利率进行再融资。我们认为，更谨慎的货币政策将意味着容忍粘性通胀和英镑疲弱。

英国商业投资困境

英国商业投资（2019年第四季度=100）



资料来源 - 英国国家统计局、加拿大皇家银行资本市场、加拿大皇家银行财富管理

我们认为，银行利率将在当前紧缩周期结束时达到4.0%。这与市场形成鲜明对比，市场预期到2023年中期峰值利率将达到4.6%。

总体来说，这一切的结果很可能是一次旷日持久的长期衰退，我们认为衰退可能会持续到2024年。

对英国的普遍经济预测表明，2023年英国经济将收缩0.75%，但我们认为，由于紧缩政策的影响被进一步纳入预测，英国经济可能面临下行风险。

决策者做出的决定（财政鲁莽行为，然后是紧缩）和整个社会做出的决定（英国脱欧）会让英国经济步入飘摇不定的道路。经济最终应会复苏，但方向的改变有望帮助更快实现这一目标。

什么能改变这种谨慎论点呢？天然气价格下跌和通胀比目前预期更快速回落将使英国央行更早结束加息周期。此外，与英国主要贸易伙伴欧盟的关系回暖，将在一定程度上减少阻碍增长的英国脱欧的不确定性。

低估值、高股息。在跑赢其他主要市场一段时间之后，我们在2022年9月将英国股票评级下调至减持，因为我们对时任新首相特拉斯的财政政策感到担忧。由于紧缩政策使经济状况恶化，我们维持这一评级。

但我们认为，英国股票仍存在具有吸引力的机会，即使考虑到不同的行业构成，从历史角度来看，英国股票相对于其他市场的估值也存在大幅折价。对于寻求收益的投资者，鉴于富时全股指数的股息收益率在主要股票区域市场中是最高的，我们认为，英国股票提供了有吸引力的机会。

富时全股指数十年来从未如此便宜过

富时全股指数相对于富时世界指数的12个月远期市盈率估值

资料来源 - 彭博社

就英国股票而言，我们维持对国际导向型公司的强烈偏好。在整个市场中，很多全球领先的英国上市公司的估值倍数与其在其他市场上市的同业公司相比有大幅折价。我们认为，英国市场也拥有大量能源公司，尽管这些公司在2022年表现强劲，但考虑到石油和天然气价格长期上涨的前景，其估值仍然具有吸引力。鉴于生活成本危机导致我们对家庭支出保持谨慎立场，我们继续保持对以国内为中心的英国股票的选择性。在我们看来，尽管仍为时过早，但我们认为，今年会出现一个时间点让我们开始配置英国中小盘股。

英国固定收益

Rufaro Chiriseri · CFA
英国伦敦

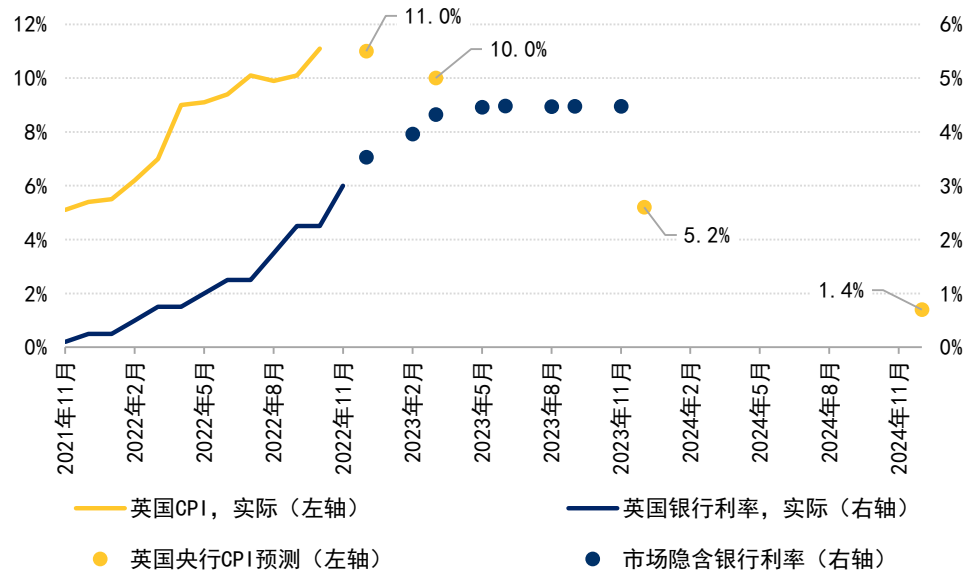
政府债券发行量增加、量化紧缩造成了英国国债供应过剩的局面

前景悲观。我们预计，英国央行将继续加息，但未来加息步伐将放缓，2023年终值利率将达到4%，低于4.6%的市场预期。市场普遍预计，价格压力将在2022年见顶。此外，我们认为，近期推出的紧缩措施和即将来临的经济衰退将降低英国央行从现在开始激进加息的可能性。

英国央行对英国的经济预期较为悲观。英国央行预计，为期两年的经济衰退将导致累积损失2.9%的产出，从而令GDP较疫情前的水平低10%。另外，英国央行指出，在预测的两年期内，“预计CPI通胀将大幅下降，并在一定程度上低于2%的目标”。英国央行在11月货币政策报告（MPR）中做出了非常悲观的预测，同时发出一个重要

英国通胀见顶了吗？

英国消费者价格指数通胀和银行利率



资料来源 - 彭博社、英国央行；数据截至格林威治标准时间2022年11月16日上午9:35

警告 - 这些预测是基于市场隐含的5.25%的终值银行利率做出的，而英国央行认为这一水平过高。尽管如此，对英国GDP做出如此谨慎的预测进一步支持我们的观点，即当前的市场定价，即使是4.6%，似乎依然过高。

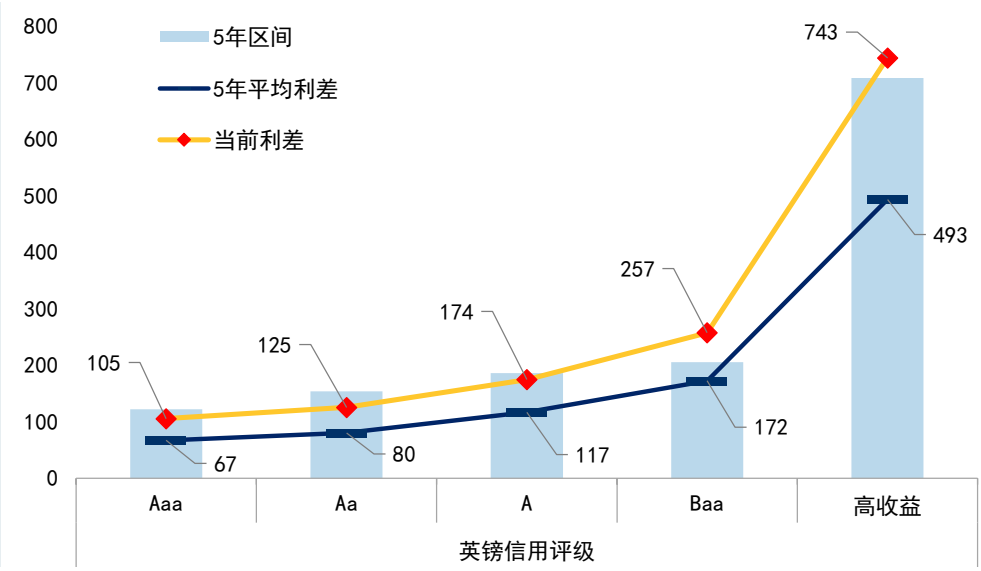
劳动力市场的动态对我们认为终值利率将达到4%的观点构成了风险，因为英国央行将尤为关注约为6%和高于普遍预期的工资增长。这增加了工资-价格螺旋上升的风险，从而进一步推高通胀，而这可能会导致政策进一步收紧，并高于我们4%的利率预测。

供应过剩令英国国债前景黯淡。财政大臣近期削减支出和增加税收的措施（到2027-2028纳税年度结束时总计550亿英镑）大大减少了政府债券的发行需求，英国债务管理办公室已经将本纳税年度的债务发行需求减少了244亿英镑，至1,695亿英镑。此外，加拿大皇家银行资本市场预计，当前及后续纳税年度英国国债的净供应量将高于历史高点 - 这对英国国债收益率明显不利。

不仅政府债券发行量将创记录，英国国债的供应量也会增加，因为英国央行同时也在名为量化紧缩（QT）的过程中推进英国国债投资组合的抛售。根据加拿大皇家银行资本市场的预测，供应过剩将持续到2023-2024纳税年度，净发行量接近2,550亿英镑，接近于先前2010-2011年记录的两倍。挑战将在于，对英国国债的需求能否满足大量供应。我们对2023年下半年英国国债的前景持负面看法。

英国信用利差高于其5年平均值

各信用评级的信用利差



资料来源 - 彭博社；数据截至格林威治标准时间2022年11月17日下午17:35

杠铃式信用债方式。就信用债市场而言，考虑到高通胀和经济衰退，我们将谨慎行事。然而，在充满挑战的2022年之后，信用债的回报潜力提升，我们认为存在一些机会。公司违约率仍较低，信用利差往往在经济衰退开始时见顶。不过，我们仍对不加区别地增加有意义的久期、以英国为中心的发行人或更低质量的信用债保持谨慎，因为随着风险资产继续重新定价，必然会出现波动时期。

我们青睐那些利差相对于公司基本面和同业具有吸引力的债券。为了利用期限短、质量低的投资级信用债中值得关注的收益率和利差，我们采用了一种有趣的杠铃式方法，即用更优质信用债平衡更低质信用债的风险。

我们认为，金融板块将表现出色，因为这一类别不属于英国央行185.6亿英镑的公司债券投资组合范畴。因此，由于英国央行通过量化紧缩减少持仓，这一板块的供应将不会受到影响。此外，我们认为，行业基本面依然有利，因为其将受益于利率升高。

全球透视2023年展望

欧洲

我们认为，能源危机可能导致欧洲陷入温和衰退，这将导致欧洲央行在2023年初削减抗击通胀的力度。我们将保持对欧洲股票的减持配置，但我们承认，估值大幅折价似乎已经在一定程度上体现了下行风险，并且我们认为在位居全球领导者的公司中存在机会。至于固定收益，我们仍对主权债券保持选择性，并关注公司债券发行人的基本面。

欧洲股票

低估值和投资者极度谨慎部分抵消了下行风险

Frédérique Carrier
英国伦敦

Thomas McGarrity · CFA
英国伦敦

外部冲击导致的衰退。2023年伊始，欧盟的形势将与一年前大不相同，战争就在家门口，激进的央行以及德国和意大利的新领导人。

尽管大多数国家的政府都在为家庭和企业提供支持，以缓解能源价格飙升的冲击，但即将到来的冬季将充满挑战。欧盟年度通胀率目前超过10%。冬季期间，天然气价格上涨的不确定性和能源短缺的可能性拖累消费者和企业信心降至数十年低点。该地区2022年第三季度经济季度环比微涨0.2%，但领先指标表明将陷入经济衰退。

双位数通胀促使欧洲央行进入了有历史以来的24年里最剧烈、最激进的加息周期，在短短三个多月的时间里，将利率从8年来一直萎靡的负利率区间上调了200个基点，至1.5%。欧洲央行行长拉加德警告称，欧洲央行将进一步多次加息，目前市场预计，到2023年7月利率将达到3%的峰值。我们认为，即使通胀受到供给侧推动，但如果通胀仍在太长时间内保持在过高的水平，它就可能会引发第二轮效应，如更高的工资要求，对此欧洲央行明白得太晚了。

天然气价格现在“只”比年初时高20%

欧洲天然气远期价格（欧元/兆瓦时）

资料来源 - 彭博社

冬季过后，一旦潜在能源短缺的焦虑解除，我们预计，随着消费恢复，企业调整供应链并提高能源效率，经济活动将回暖。此外，出口应会受益于中国最终解封（我们预计在2023年解封），以及美国经济最终企稳和改善。

经济学家的普遍预测是2023年GDP收缩0.1%，但2024年将增长1.5%。

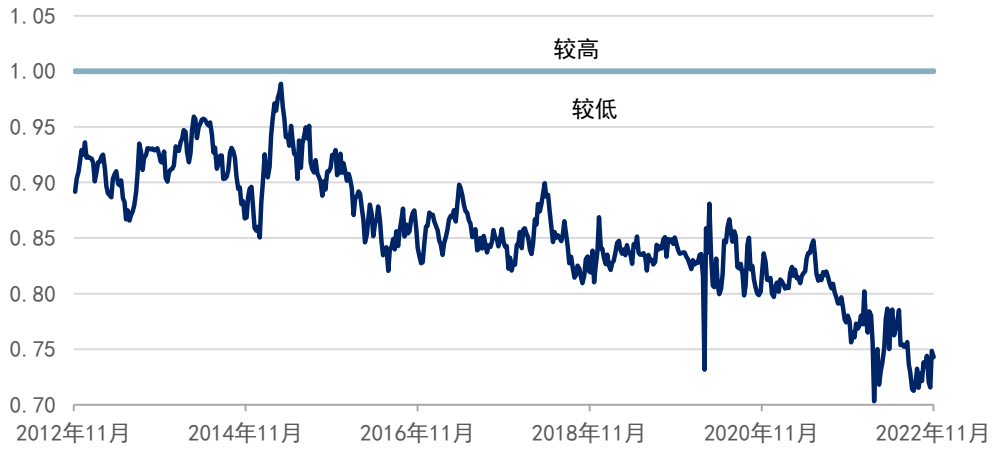
异常高的不确定性。一些潜在因素可能使我们的预期过于乐观：地缘政治形势恶化，俄乌冲突恶化或中国台海的紧张局势加剧；欧洲严寒的冬季将导致定量配给工业用能源；欧洲央行通过将利率在太长时间保持在过高水平的方式，过度弥补了紧缩政策落后于其他央行的局面；意大利总理梅洛尼新政府领导下的意大利改革进程缓慢，这使得意大利沉重的债务负担的可持续性受到了质疑；法国总统马克龙和德国总理肖尔茨之间的紧张关系使欧盟政策协调面临的挑战更大、效率更低。

相反，有很多因素可以改善前景，包括：中国经济提前重新开放，而欧元区（尤其德国）是主要对华出口地区；乌克兰战争缓和；天然气价格从当前水平进一步下跌；通胀提前见顶，这些将促使欧洲央行放松货币政策。

关注全球领导者。鉴于当前的不确定性，我们继续建议减持欧洲股票的配置。不过，我们承认，一长串下行风险已部分体现在大幅折价的估值和投资者极度谨慎之中。基于12.9倍的12个月远期市盈率，MSCI欧洲（英国除外）指数的估值目前较其约14.5倍的10年期中值存在折价。相对而言，即使考虑到行业差异，相对于美股的折价幅度也比一般情况下大得多。

与美股相比，欧洲股票已变得非常便宜

MSCI欧洲（英国除外）指数相对于标普500指数的12个月远期市盈率



资料来源 - 彭博社

相对于周期板块，我们继续看好防御板块，并继续看好拥有强大定价权的优质、全球多元化公司。特别是，我们认为，在属于制药、科技、奢侈品和资本品行业全球领导者的公司中存在机会。我们也开始看到大幅折价的周期股中存在一些机会，周期股的估值看起来已经消化了欧洲经济衰退的前景，尤其是工业和材料等行业板块。

欧洲固定收益

Rufaro Chiriseri · CFA
英国伦敦

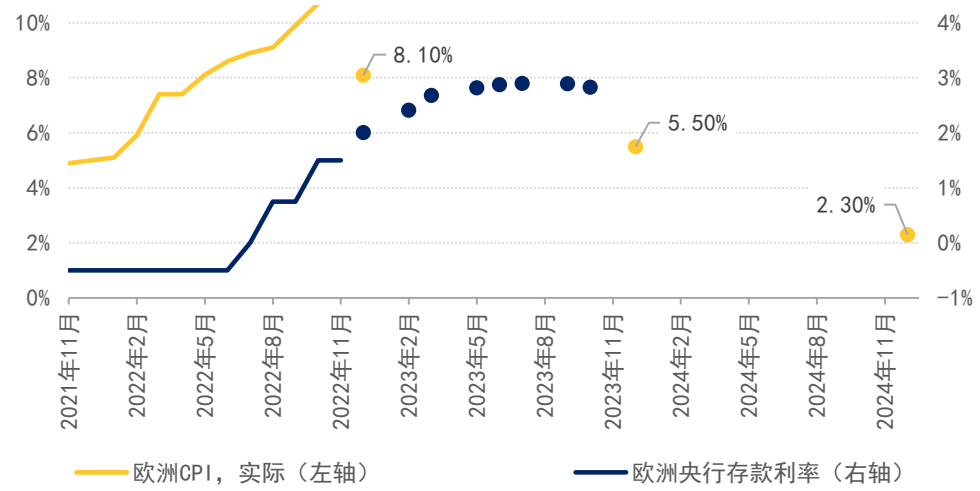
时势转变，关注更优质发行人和收益生成

货币政策没有过度紧缩。欧洲央行官员依然认为，必须提高借款成本以对抗通胀；然而，对大幅加息75个基点的偏好正在减弱。管理委员会认为，“在退出宽松货币政策方面”已经取得了“实质性进展”，这暗示终值利率不会过高。我们预计2023年利率将达到2.50%峰值，高于目前的1.5%。

我们的基准情景基于对2022年通胀见顶且在2023年第一季度开始下降的预期。然而，我们承认，这种观点存在风险。一方面，由于目前通胀率为同比10.6%且远高于欧洲央行2022年的目标，可能需要收紧至约2.75%的水平。另一方面，经济衰退和失业率小幅上升正在缓解工资压力，这可能导致紧缩政策没有那么严格，并且利率峰值在2.25%左右。目前的市场预期高于我们的三个情景，2023年中期的终值利率预期接近2.90%。

欧洲央行预计2024年通胀将降至目标水平以下

欧洲消费者价格指数通胀和欧洲央行存款利率



资料来源 - 彭博社、欧洲央行；数据截至格林威治标准时间2022年11月16日上午9:35

温和衰退。加拿大皇家银行资本市场预计，欧元区GDP增长将在2022年第四季度和2023年第一季度转负，然后在2023年剩余时间内转正。尽管欧元区具有可能在今年冬季陷入衰退，但我们预计，在能源危机全面显现时，经济衰退将比最初担心的更为温和。

防止主权利差大幅扩大的后盾与其他央行一样，欧洲央行将开始削减资产负债表资产的进程，即量化紧缩（QT）。我们预计，在直接出售资产之前，量化紧缩过程可能会从欧洲央行在第一季度停止再投资开始。由于央行转向量化紧缩并开始出售主权债券，我们将更倾向于配置供应过剩程度较低国家的头寸，以尽可能减轻主权债券利差扩大的影响。因此，我们不偏好葡萄牙、意大利和希腊，因为它们是欧洲央行购买债券（这导致利差收窄）支持力度最大的一些国家。当欧洲央行转向出售资产时，我们预计利差将扩大，那些受主权债券支持力度最大的国家将表现不佳。

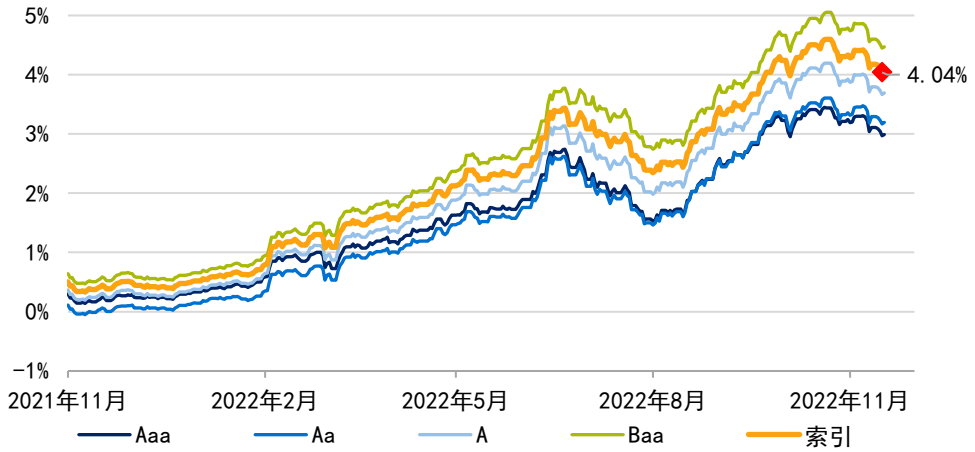
此外，我们预计主权利差不会无序攀升。我们认为欧洲央行能够限制投资者持有较低评级的欧元区主权债券所需的溢价不合理上升。欧洲央行限制这种结果的措施可以由管理委员会自行决定，不受限制。因此，我们认为，有足够的后盾防止利差大幅扩大。

在充满挑战的2022年之后，公司信用债机会向好。仅今年一年，信用债收益率就从0.5%急剧攀升至4%，这为市场打开了机会。对我们来说，信用债看起来颇具吸引力，因为投资者现在获得了更高的收益率，我们认为，这应足以弥补其投资的利率风险。我们认为，从风险-回报来看，投资级债券相对于高收益债券看起来更具吸引力，原因是经济衰退预期导致高收益利差扩大，以及高收益发行人的借贷成本上升。

我们认为，在回报率转负之前，公司债似乎很好地抵御了利差进一步扩大的影响。但我们认为，在高通胀和增长放缓期间，投资者在信贷市场保持谨慎至关重要。我们认为，经历充满挑战的2022年之后，信用债的回报潜力有所改善，我们从中看到了一些机会。我们认为，2023年的主题是依然保持选择性并关注发行人基本面。尤其是，我们更青睐银行发行的高级债券，以及大宗商品和电信发行人发行的债券，因为我们认为这些行业拥有最具吸引力的利差、信用评级上调潜力和弹性现金流。

欧洲信用债收益率远高于一年前的水平

按信用评级划分的彭博欧元综合公司债券指数收益率



资料来源 - 彭博社；数据截至格林威治标准时间2022年11月17日下午17:35

全球透视2023年展望

亚太

随着该地区的主要国家（中国和日本）放松疫情限制措施，亚洲经济和股市料将获益。但投资者对中国中期经济增长机会的看法以及中国新一届领导团队的工作重点，也可能会影响该地区股市和固定收益市场的表现。步入2023年，我们看好日本股票和亚洲（中国除外）投资级债券。

亚太股票

中国的增长前景具有不确定性；多个宏观因素支持日本股票

Jasmine Duan
中国香港

Nicholas Gwee · CFA
新加坡

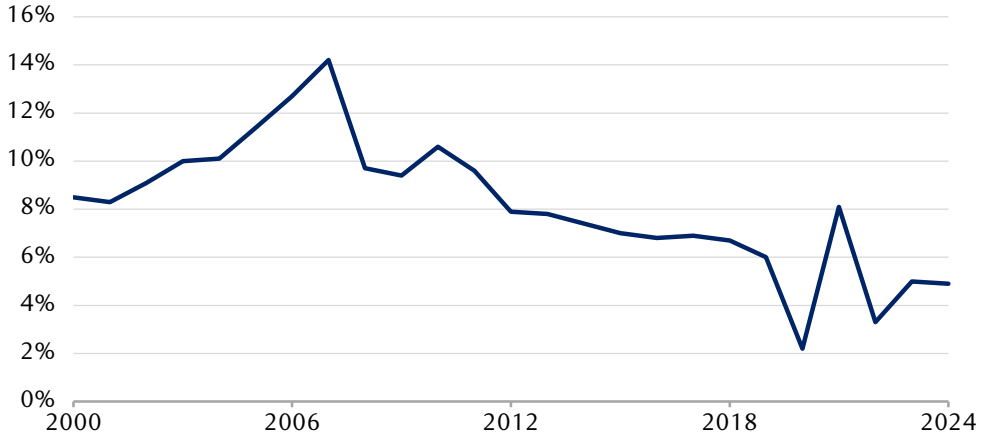
在中共10月召开第二十届全国代表大会之后，投资者对新一届领导团队及其政策议程的看法产生了分歧。有意思的是，国外投资者似乎对习近平主席巩固权力，以及考虑到李强处置上海疫情封控的表现，他可能担任下一任总理的能力感到担忧。不过，国内投资者指出，李强在中国经济大省浙江省、江苏省和上海市的工作得力，而且他长期以来一直支持私营部门。

我们认为短期内股市可能持续波动，因为投资者在讨论未来政策的重点，并寻找迹象证明自身对党代会信息解读正确的合理性。投资者对中国经济增长和政策前景的看法料将影响市场和资产配置的资金流入。

市场参与者越来越担心中国的中期GDP增长前景。加拿大皇家银行环球资产管理有限公司首席经济学家Eric Lascelles指出，他越来越倾向于未来在稳定的基础上实现低于4%的增长。我们认为，这种更缓慢的增长威胁中国实现其社会目标的能力，也意味着中国对全球经济增长的推动作用可能不如以往。

由于面临多重增长挑战，中国两位数增长的时代即将结束

中国实际年度GDP（同比%变化）



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2024年；2022–2024年数据为彭博社普遍预测

我们认为，2023年中国股市恢复持续上行趋势取决于中国政府是否将逐步放松疫情限制并重新开放经济，以及领导人能否展现其支持增长的议程。即使短期内市场仍然起伏不定，我们也认为投资者能够在与国家长期发展蓝图相关的领域中发现机会，例如，那些将受益于保障能源和粮食安全、高端制造业和新型绿色能源供应链的行业。

日本的宏观发展态势仍相对积极，日本正逐步走出大流行阶段，转而步入疫情地方性流行。日本的家庭收入及其劳动力市场依然非常具有韧性，非制造业信心继续改善，政府最终将取消入境旅游限制。我们预计，在重新开放动态和可能进一步的劳动力短缺的支持下，工资通胀将继续攀升。我们预计，未来几个季度国内消费将强劲回升。日本央行预计，在可预见的未来，日本实际GDP将保持高于平均水平的增长：2022财年增长2.0%，2023财年增长1.9%，2024财年增长1.5%（财年截止下一年3月）。

日本央行坚持认为，目前的通胀是暂时的，2023年整体通胀不会维持在2%以上。我们预计，日本央行收益率曲线控制政策将在2023年上半年初向上调整，因为未来几个季度，通胀攀升和劳动力市场趋紧料将推动工资增长。基于最新的彭博社调查，分析师预计，到2023年底，日元兑美元将升值，至140以下。

对刚组建一年的新政府的支持率一直在下滑，民意调查甚至跌破了上届政府的支持率水平。虽然日本首相岸田文雄在两年多的时间内不必再面临大选，但我们认为，较低的公众支持率可能会使他难以控制自己的政党，并难以推进增加国防开支等竞选承诺。

进入2023年，我们维持看好日本股票的立场。支持我们这种观点的因素是：日本经济可能复苏，日本对海外游客重新开放边境，日元相对疲弱，我们认为日本的利率上升将落后于其他发达市场的观点，以及公司越来越多地提高价格以反映更高的投入成本导致通缩结束。我们认为后者是一个利好日本股票的结构性因素，因为这反映了企业定价行为的巨大变化。

亚太固定收益

Shawn Sim
新加坡

看好亚洲（中国除外）投资级信用债，但对中国保持谨慎

资金外流逆转。2022年前三个季度，亚洲本币债券遭遇了资金外流，反映出投资者在全年大举平仓后减持亚洲固定收益敞口。中国是资金外流最多的国家，其次是马来西亚、印尼、韩国和泰国。我们预计资金外流将逆转为净买入，反映出全球利率收缩和全球投资者大幅减少亚洲债券敞口。然而，我们认为，在全球利率波动和外汇市场趋于稳定之前，中期内外国投资者的需求有可能依然疲弱。

对中国新战略方向的担忧。10月召开的中共二十大成为市场关注的焦点，中国领导层在未来立法中弱化改革和经济发展的重要性似乎有了新的方向。这增加了投资者的担忧，即政府越来越重视安全和意识形态，而非增长。我们认为，这样的国内政策可能会进一步削弱外国投资者的信心，而中国的地区地缘政治问题、严格的清零防疫政策和房地产危机已经动摇了他们的信心。在党代会过后，美元计价的中国投资级公司债券的信用利差大幅扩大，至溢价远高于美国投资级信用债，就体现了投资者的担忧。我们预计中期内这些担忧将挥之不去，而投资者仍将保持谨慎。

中国的房地产市场依然面临挑战。在今年迄今的信贷调整中，中国的房地产行业首当其冲。抛售主要影响私营开发商，部分影响蔓延到了国有开发商，很多开发商进入资本市场的渠道受到限制。中国监管机构为房地产开发商的新债券发行提供了信用保护或信用增强。然而，中国更广泛的经济放缓和房地产销售势头不足或许会抵消这些努力，很多开发商的现金流依然紧张。

我们看好亚洲（中国除外）投资级债券。在亚洲除中国以外的其他地区，我们继续看好那些我们认为资产负债表保守的优质亚洲公司，以及与政府有关的、可能受益于隐性政府支持的公司发行的投资级债券。今年迄今，这部分市场一直比较有韧性，我们预计，尽管面临借款成本不断上升和通胀压力的逆风，但上述发行人强劲的信用状况不会恶化。

美元计价的中国投资级债券市场的信用利差触及一年高点

美元计价中国投资级债券Z利差（基点）

注：Z-利差是指与零票息美国国债收益率曲线的差值。

资料来源 - 彭博社；数据区间为2021年11月10日至2022年11月9日

亚洲混合/永续信用债是一个关键领域。这个领域吸引了投资者的关注，不仅因为近年来超低利率环境期间收益率回升，还因为投资者相信，亚洲发行人（尤其是金融机构）将在首个赎回日行使赎回权。我们认为，这种信念在一定程度上是合理的，因为亚洲金融机构历来对不赎回其永续债所带来的声誉风险十分敏感。

不过，当韩国一家保险公司在2022年11月1日宣布，其不会在第一个赎回日赎回永续债券时，由于对不赎回风险的担忧加剧，韩国金融业永续债券以及更广泛的亚洲永续债券市场都出现了大幅抛售。后来该公司以市场稳定为理由，使不赎回的决定戏剧性地发生了180度大转变，而这个领域再次走高。

我们认为，这一事件实际上可能会增强看涨亚洲金融业永续债券的可能性，尤其是那些在监管机构采取更全面、更审慎监管方式的司法管辖区发行的永续债券。

我们青睐亚洲金融业永续债券，但将重点关注收益率回升和特定交易特征看起来颇具吸引力的债券。

全球透视2023年展望

大宗商品

Richard Tan · CFA
加拿大多伦多

天然气：震荡

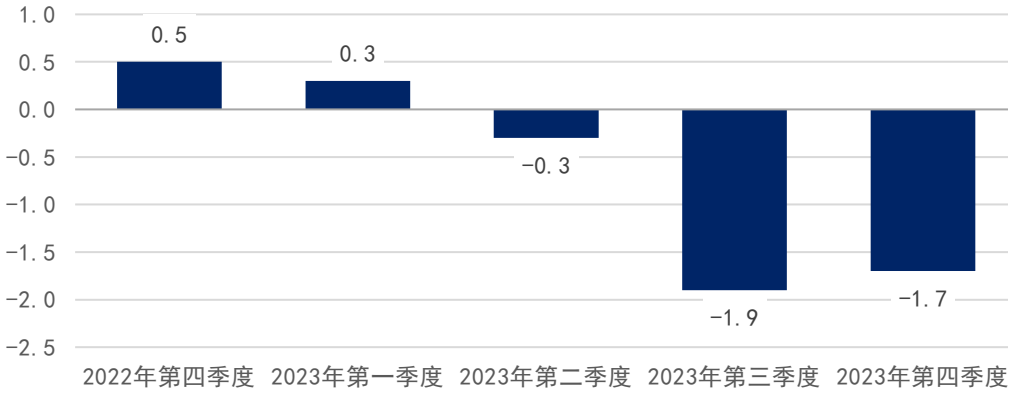
在俄乌战争、液化天然气需求增加以及全球向绿色能源转型的推动下，今年迄今美国天然气价格飙升了80%。步入2023年，加拿大皇家银行资本市场预计美国市场将保持平衡，而美国能源信息署也预计明年下半年天然气价格将略微回落。尽管如此，俄罗斯仍是一个关键的波动因素，这可能会使天然气价格在2023年出现波动。

原油：均衡

尽管更疲软的经济前景可能打压全球油价，但加拿大皇家银行资本市场预计，明年上半年全球石油供需仍将基本保持平衡。之后，我们预计可能会在2023年下半年出现供不应求的情况。另外，我们认为，欧佩克+减产、美国可能重建储备以及中国放松防疫政策相结合，应会支撑油价上涨。

预计全球石油供需平衡

百万桶/天



资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场

铜：供大于求

我们认为，铜的前景是两种可能重叠的情景相组合：短期需求可能受到经济放缓背景的限制，而全球脱碳努力应会维持长期需求。总体而言，我们认为，由于衰退风险加剧，中期上行潜力可能受到限制。中国经济重新加速可能是价格上涨的催化因素。加拿大皇家银行资本市场预测，供应过剩将持续到2025年。

黄金：充满挑战

尽管存在避险环境及其作为“避险”资产的声誉，但2022年金价下跌约9%。我们认为，实际利率不断上升和美元强势是金价下行压力的关键推动因素。进入2023年，我们认为，2023年上半年美国利率将走高，但速度更缓慢。我们认为，明年上半年黄金可能会面临进一步的价格压力，之后在下半年有所缓和。

大豆：中国

大豆价格在2022年下半年小幅下降，但同比依然实现两位数增长。随着2023年的脚步日益临近，美国农业部预计，全球产量增长被全球消费量增加所抵消。美国农业部预计，2023年美国出口将增长10%左右，部分得益于中国需求回升。我们认为，中国疫情相关的限制减少将是关键的催化因素。

小麦：紧张

美国农业部的数据显示，预计2023年全球消费量仍将保持健康态势，但成本将不断上升，得益于小麦相关产品的需求持续。美国农业部还预计全球产量将小幅增长，但认为总体将略微供不应求。我们认为，全球供需平衡应保持相对紧张的势头，任何过剩需求都将受到现有库存减少的支撑。俄乌冲突进一步升级可能会推高价格。

2023年大宗商品预测

大宗商品	价格
天然气（美元/百万英热单位）	4.87美元
原油（WTI 美元/桶）	$91.25
铜（美元/磅）	$3.75
黄金（美元/盎司）	$1795
大豆（美元/蒲式耳）	$14.24
小麦（美元/蒲式耳）	$8.56

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场预测（原油、天然气、铜和黄金）、彭博社普遍预测（大豆和小麦）；数据截至2022年11月15日

全球透视2023年展望

货币

Nicolas Wong · CFA
新加坡

美元：随着联邦基金利率见顶

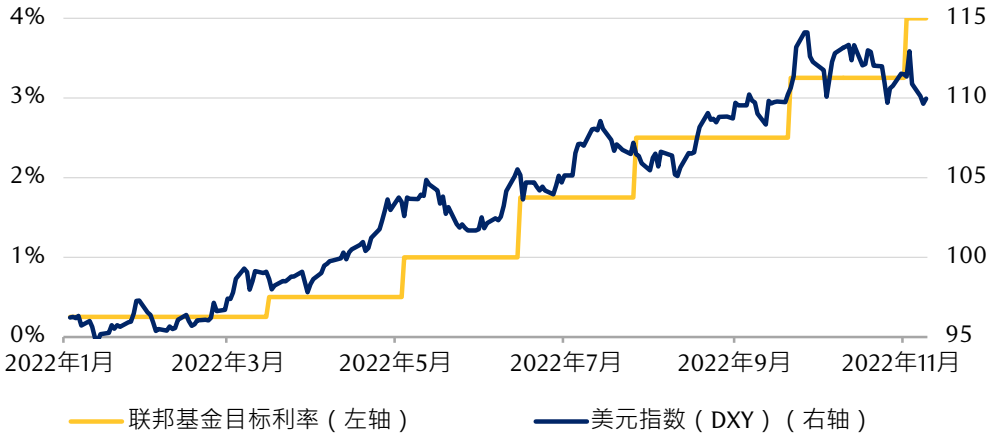
我们预计，美元强势将在2023年下半年减弱，与我们对美联储加息步伐将暂停并有可能在2023年逆转的预期吻合。由于预计联邦基金利率将在2023年第一季度见顶，普遍预测认为，2023年美元兑十国集团其他主要货币将走低。加拿大皇家银行经济研究部也预计2023年美元趋弱，但贬值速度不会像多数人预期的那样，原因是美元相对于大多数其他货币拥有收益率优势。其也指出，如果通胀继续强于市场普遍预测，则美元强势有可能会持续更长时间。

欧元：来自资本流动的上行风险

我们认为，很多导致欧元兑美元在2022年下跌逾10%的负面消息已经被市场消化。尽管市场对欧洲经济增长的普遍预期依然疲弱，但从配置角度来看，2023年欧元的前景更为中性。加拿大皇家银行经济研究部认为，由于对欧洲的资本重新配置，2023年可能存在欧元上行风险被低估的情况，尤其是在欧洲股市跑赢美国股市的情况下。能源价格也将受到密切关注，并将影响2023年欧元的表现。

在美联储激进加息的推动下，2022年美元指数强劲反弹

我们预计，2023年美元涨势将有所缓和，因为美联储暂停加息且有可能在明年下半年开始降息



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至2022年11月9日

加元：受经济衰退风险拖累

加拿大皇家银行经济研究部表示，加拿大央行更严格的政策措施导致2023年上半年经济放缓或衰退的风险越来越大，预计这将在2023年初拖累加元。此外，该机构指出利率差异有利于美元/加元走高，并预计加拿大央行的终值利率为4%，而美联储为5.25%。不过，由于预期美元总体上将在2023年上半年见顶，加元应会在明年下半年回升。

英镑：基本面疲弱态势持续

由于经过2022年9月的动荡期后英国债券市场趋于正常化，英镑的前景应会恢复到更“传统”的利差驱动因素。加拿大皇家银行经济研究部预计，与市场对2023年加息的预期相比，英国央行的加息力度将没有那么大，并指出，由于能源账单高企和固定利率抵押贷款重置为更高利率，家庭实际收入将受到挤压。由于利率可能会受到控制，加拿大皇家银行经济研究部的长期预期是，英镑将贬值，以平衡英国的双重赤字（财政赤字和经常账户赤字）。

日元：暂时在150见顶

日本官员在10月出手干预汇市，当时美元/日元突破150关口，而此前该货币对在2022年涨超20%。我们认为，美联储和日本央行的货币政策分化仍将是2023年的主要驱动因素，尽管加拿大皇家银行经济研究部预计日本央行不愿意加息，但其预计联邦基金利率将在2023年第一季度见顶，与美元/日元的汇率峰值预测同步。

2023年货币预测

货币	2023年12月预测
美元指数	106.18
欧元/美元	1.05
美元/加元	1.36
英镑/美元	1.17
美元/日元	143.00

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场预测；数据截至2022年11月10日

研究来源

本文件由加皇财富管理的投资组合顾问团队下的全球投资组合顾问委员会编制。加拿大皇家银行财富管理投资组合咨询集团给致力于从事个人有价证券企业投资顾问、财务顾问提供有关的资产配置和投资组合构建的支援。

全球投资组合顾问委员会利用加拿大皇家银行投资策略委员会开拓的广阔市场前景，借助来自加拿大皇家银行投资策略委员会、加皇资本市场及第三方来源的研究资料，提供额外的投资策略和专题支持。

加拿大皇家银行投资策略委员会，由来自个人，客户为中心的加拿大皇家银行包括投资咨询集团经营单位的资深投资专业人士组成。加拿大皇家银行投资策略委员会建立了广泛的全球投资前景和发展的具体的指导方针来管理投资。本委员会主席由注册金融分析师、加拿大皇家银行环球资产管理首席投资官 Daniel Chornous 担任。

全球投资咨询委员会成员：

Jim Allworth – 联合主席；加皇多美年证券有限公司投资策略师

Kelly Bogdanova – 联合主席；加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国投资组合分析师

Frédérique Carrier – 联合主席；加拿大皇家银行欧洲有限公司董事总经理、投资策略主管

Mark Bayko，**CFA** – 加皇多美年证券有限公司投资组合管理主管

Rufaro Chiriseri，**CFA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司不列颠群岛固定收益主管

Janet Engels – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国主管

Thomas Garretson，**CFA** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队固定收益高级投资组合策略师

Ryan Harder，**CFA** – 加皇多美年证券有限公司投资组合顾问团队固定收益投资组合顾问

Patrick McAllister, CFA – 加皇多美年证券有限公司投资组合咨询集团股票咨询和投资组合管理经理

Alan Robinson – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国股票投资组合分析师

Michael Schuette，**CFA** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国多资产投资组合策略师

David Storm，**CFA**、**CAIA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司商业智能和亚洲首席投资官

Tat Wai Toh – 加拿大皇家银行新加坡分行投资组合管理、商业智能和亚洲主管

Joseph Wu，**CFA** – 加皇多美年证券有限公司多资产策略投资组合经理

全球透视其他作者：

Jasmine Duan – 加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司投资策略师

Nicholas Gwee，**CFA** – 加拿大皇家银行新加坡分行投资组合经理

Thomas McGarrity，**CFA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司不列颠群岛股票主管

Shawn Sim – 加拿大皇家银行新加坡分行固定收益主管

Sunny Singh，**CFA** – 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队股票部加拿大股票投资组合顾问

Richard Tan，**CFA** – 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队股票部加拿大股票投资组合顾问

Nicolas Wong，**CFA** – 加拿大皇家银行外汇、亚洲和商业智能主管

必要信息披露

分析师认证

本报告中表达的所有观点准确地反映相关分析师对任何和所有目标证券或证券发行人的个人观点。此处所列相关分析师的任何补偿均不会直接或间接地与该相关分析师在本报告中提出的具体建议或观点相关。

重要披露

在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场的海外联属公司。本报告由加皇资本市场编写。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的关联发行人。

非美国分析员披露

参与编写本报告的一名或多名研究分析员(i)可能没有在纽约证券交易所和/或美国金融监管局注册/获得研究分析员资格，(ii)可能不是加皇财富管理公司的相关人员，因此可能不受美国金融监管局第2241条关于与标的公司沟通、公开露面和交易研究分析员账户所持证券的规管。

倘本报告为概要报告（包含六间或以上公司），加皇财富管理则可能选择以提述方式提供重要披露资料。如要查阅现有披露事项，客户应参阅https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2，以检视有关加皇财富管理及其联属公司的披露资料。此类信息亦可应请求提供，请按以下地址向加拿大皇家银行财富管理公司出版社索取：RBC Wealth Management Publishing, 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

过往投资推荐一览表中列出的推荐名单可能包括加皇财富管理或其联属公司之一所拥有的一个或多个推荐名单或模型投资组合。加皇财富管理的推荐名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：全市值增长（美国）（RL 12）。加拿大皇家银行资本市场有限责任公司建议名单包括“战略重点名单”和“基本股票加权”（FEW）资产组合。“RL On”表示某一证券被列入推荐名单的日期。“RL Off”表示某一证券被移出推荐名单的日期。

加皇资本市场评级分布

就评级分布而言，监管法规要求成员公司将评级确定为三种评级类型（购买、持有/中立或出售）之一，无论公司自己有何种评级类型。尽管加拿大皇家银行资本市场的”优于大盘（O）”、”与板块持平（SP）”和”落后大盘（U）”与”购买”、”持有/中立”和”出售”分别极为近似，但含义却不同，因为加皇资本市场的评级是在相对的基础上确定的。

评级分布 - 加皇资本市场股票研究
截至2022年9月30日

			过去12个月内提供的投资银行服务	
评级	数量	百分比	数量	百分比
购买 [优于大盘]	844	57.18	260	30.81
持有[与板块持平]	580	39.30	161	27.76
卖出[跑输板块]	52	3.52	5	9.62

加拿大皇家银行资本市场股票评级系统说明

分析师所说的“板块”是分析师提供研究覆盖范围的公司组合。因此，为特定股票所定的评级仅代表分析师对于该股票未来12个月相对于板块平均表现的看法。

优于板块（O）： 预期未来12个月的回报大幅跑赢板块平均数。**持平板块（SP）：** 预期未来12个月的回报与板块持平。**逊于板块（U）：** 预期未来12个月的回报大幅跑输板块平均数。**受限制（R）**：在加拿大皇家银行在某项兼并或其他战略交易或其他某些情况下担任顾问时，加拿大皇家银行政策禁止某些类型的通讯，包括投资建议。未评级（NR）：由于适用法律、监管或政策的限制，包括加拿大皇家银行资本市场的身份是涉及公司的顾问时，取消评级、目标价和估测值。

截至2020年3月31日，加拿大皇家银行资本市场停止了 "优选 " 评级。优选评级代表分析师所认为板块中的最佳投资标的；预计将在未来12个月中提供重大绝对回报，具有较好的风险回报率。优选评级的证券已被重新分配到我们“优于大盘”评级的证券类别中，这些证券预计将在12个月内实质性地跑赢行业平均表现。

风险评级：投机风险评级反映证券较低的财务或营运可预测度及股份成交量流动性，交高的资产负债表杠杆程度，或有限的营运历史，致使财务及 / 或股价波幅预期较高。

评级和目标价的估值和风险

当加皇资本市场在研究报告中为一家公司指定价值时，美国金融业监管局（FINRA）规则和纽约证券交易所（NYSE）规则（均纳入“美国金融业监管局规则说明”）要求对估值基础和获得估值障碍作出描述。在适用情形中，有关资料将分别载于研究报告的 “估值”及“目标价实现障碍”的章节中。

负责编写本研究报告的分析员根据不同因素收取酬金，包括加皇资本市场及其联属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场及其联属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他披露

本报告在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加拿大皇家银行财富管理公司编写了本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据（至少部分根据）我们的第三方通讯记者研究服务提供的资料。我们的第三方通讯记者已经给予加拿大皇家银行财富管理公司将其研究报告用作源数据的一般许可，但尚未审查或批准本报告，亦未收到报告发布的通知。我们的第三方通讯记者可能不时在此处提及的证券中担任长期或短期职务、进行证券交易和买卖。我们的第三方通讯记者可能不时在本报告中提及的任何公司提供投资理财或其他服务或向此类公司请求投资理财或其他业务。

加拿大皇家银行财富管理公司努力作出所有合理的努力在海外司法管辖区当地时区同时向所有合格的客户提供研究。在某些投资咨询账户中，加皇财富管理可能会担任我们的客户的托管经理，并将在收到本报告时为此等账户展开本报告所述的证券交易。此等交易可能在您收到本报告之前或之后进行，并可能对进行交易的证券市价造成短期影响。加拿大皇家银行财富管理公司的研究刊载在我们的专有网站上，以确保合格的客户按时收到初始评估报告以及评级、目标价格和观点变化。其他分发文件可能由销售人员通过电子邮件、传真或普通邮件发送。客户还可以通过第三方供应商收到我们的研究报告。请与我们的加拿大皇家银行财富管理公司财务顾问联系，了解有关加拿大皇家银行财富管理公司研究的进一步详情。

利益冲突披露：加皇财富管理是在美国证券交易委员会注册的经纪商/自营商及投资顾问机构，可提供券商和投资顾问服务。欲了解加皇财富管理在管理有关投资研究的利益冲突方面的政策，可访问以下网址：https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2.。关于与我们的投资咨询业务有关的利益冲突，请参阅本行的表格ADV第2A 部分附录1，或投资顾问组的披露文件。可向您的财务顾问请求提供任何此类文档的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD表格第2A 部分附录1或披露文件的权利。

本报告的作者隶属于以下实体之一：加皇财富管理（美国）（加皇资本市场有限公司下属部门，加皇资本市场有限公司为一家证券经纪自营商，主要办公地点位于美国纽约和明尼苏达州）、加皇银行多美年证券公司（一家证券经纪自营商，主要办公地点位于加拿大多伦多）、加皇投资服务（亚洲）有限公司（加皇多美年证券有限公司子公司，一家证券经纪自营商，主要办公地点在中国香港），以及加皇欧洲有限公司（一家有执照的银行，主要办公地点在英国伦敦）。

第三方免责声明

全球行业分类标准（“GICS”）由摩根士丹利资本国际公司（“MSCI”）及标准普尔金融服务有限公司（“S&P”）开发并独家拥有，加拿大皇家银行已获得授权使用上述分类标准。摩根士丹利、标准普尔或参与制作或编撰GICS或任何GICS分类的任何其他方概不对该等标准或分类（或使用该等标准或分类得到的结果）做出任何明示或暗示的保证或声明，且所有相关方特此明确拒绝对涉及任何该等标准或分类的一切原创性、准确性、完整性、适销性及特定目的适用性做出任何明示的保证。在不限制前述任何规定的前提下，摩根士丹利、标准普尔及其任何附属公司或参与制作或编撰GICS分类的任何第三方，在任何情况下都不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、从属或任何其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已获悉发生该等损害的可能。

免责声明

本研究报告由加拿大皇家银行财富管理（为加拿大皇家银行资本市场有限公司分支机构），根据可靠的信息来源撰写而成的。 我们对这些信息的准确性、完整性、正确性没有进行任何明示或暗示。报告中包含的所有观点和估计构成加拿大皇家银行财富管理公司在报告编写日的判断，随时可能变更，恕不另行通知，加拿大皇家银行财富管理公司本着诚意提供此类信息，但不对此承担法律责任。以往的业绩不能指导未来的业绩，不能担保未来的回报，可能会损失原始资本。加拿大各省、美国各州和世界上大多数国家均制定了监管可向自己的居民出售的证券和其他投资产品类型及其销售程序的法律。因此，本报告中所提到的证券在某些司法管辖区可能没有销售的资格。本报告不是，且在任何情况下均不应被视为，在任何司法管辖区由任何不具备法律资格在该司法管辖区开展证券经纪人或经销人业务的个人或公司担任证券经纪人或经销人的邀请。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投资提出的建议。本资料旨在供客户作一般传阅，包括加拿大皇家银行关联公司客户，没有考虑阅读本资料的任何具体读者的特殊情况和需求。本报告中包含的投资或服务可能对您不适合，如果您对此类投资或服务的适用性有疑虑，建议您向独立投资顾问咨询。在法律允许的最大范围内，加拿大皇家银行及其任何附属公司或任何其他人均不对任何因使用本报告或其所含信息引起的直接或间接损失承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先同意，本文件所载的内容不得以任何形式翻印或复制。

在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场有限公司的海外联属公司。本报告由加皇资本市场有限公司编写。可应请求提供其他信息。

致美国居民：本出版物经加皇资本市场有限公司批准。加皇资本市场有限公司系纽约证券交易所/ 美国金融业监管局/ 证券投资者保护公司会员，是一家在美国注册的经纪自营商，对本报告及其在美国的传播承担责任。加皇资本市场有限公司是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的相关发行人。对于任何收到本报告的美国人来说，如果您不是注册的经纪、交易商或非注册的从事经纪或交易的银行，而您希望获得更多本报告所提到的证券信息，或对本报告讨论到的任何证券进行交易，应与加拿大皇家银行资本市场有限公司联系并订阅。国际投资通常涉及与在美国投资无关的风险，包括货币波动、国外的税收、政治不稳定及不同的会计准则。

致加拿大居民：本出版物经加皇多美年证券有限公司批准。加皇多美年证券有限公司* 是加拿大皇家银行附属的独立企业实体。*加拿大投资者保护基金组织（CIPF）会员。® 加拿大皇家银行注册商标。根据许可使用。加拿大皇家银行财富管理公司是加拿大皇家银行的注册商标。经许可使用。

加皇财富管理（不列颠群岛）：本出版物由加拿大皇家银行欧洲有限公司和加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司发行。加皇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）和审慎监管局监管（FCA注册号：124543）。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。

致香港居民：本出版物由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的监管)、加皇投资服务(亚洲)有限公司和加皇投资管理(亚洲)有限公司(两者均是受证券及期货事务监察委员会监管的公司)在香港发行。

致新加坡居民：本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行系取得新加坡货币管理局境外银行资格的注册实体。本资料旨在用作一般发行，未考虑任何资料接受人的目的、财务状况或需求。建议您在购买任何产品之前征求财务顾问的独立意见。如果您没有征求独立意见，则应考虑产品是否适合您。过去绩效不代表未来表现。如果您有任何关于本出版物的问题，请联系加拿大皇家银行新加坡分行。加拿大皇家银行新加坡分行对本报告及其在新加坡的传播负责。

© 2022 加皇资本市场有限公司 - 纽约证券交易所/美国金融行业监管局/美国证券投资者保护公司成员

© 2022 加皇多美年证券有限公司 — 加拿大投资者保护基金组织成员

© 2022 加皇欧洲有限公司

©2022 加拿大皇家银行

版权所有。

加拿大皇家银行1524

此中文披露事项及免责声明为英文版本译本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，应以英文版本为准。

Wealth Management 财富管理