

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

来自全球投资咨询委员会的观点

2023 年 9 月

固定收益的收益 回归

由于很多理财计划的债券收益率接近或高于回报目标，我们认为，固定收益应会在投资组合中发挥更大的作用。

Mikhial Pasic, CFA 和 Joseph Wu, CFA | 第 4 页

本期内容



全球股票
等待的游戏



全球固定收益
辩论致命一击



美国经济衰退记分卡
几乎保持 现状

制作时间：美国东部时间 2023 年 9 月 6 日下午 12:04；传播时间：美国东部时间 2023 年 9 月 6 日 2023 2:30 下午
有关重要且必需的非美国分析师披露信息，请参阅[第 17 页](#)。

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。

目录

4 每月焦点：固定收益的收益回归

近年来，利率大幅上升推高了债券收益率，改变了股票和固定收益持仓相结合的投资组合的投资算法。由于很多理财计划的收益率接近或超过回报目标，我们认为，固定收益应会在均衡投资组合中发挥更大的作用。

9 全球股票：等待的游戏

尽管全球股市受到夏季低迷的影响，但我们认为，未来几个月仍有足够的燃料推动股市升至新高。不过，2024 年股市上涨动力可能会减弱，尤其是如果正如我们预期的那样，经济衰退在此期间到来。

11 全球固定收益：辩论致命一击

在对抗通胀方面，各国央行没有轻松的应对计划。在各国央行举起胜利的武器之前，我们将探讨潜在的策略。

13 全球股票：几乎保持 现状

9 月 23 日是秋分，这是确定无疑的。但不确定的是经济衰退的时间，因为从记分卡的角度来看，这是一个相对平静的夏季。

市场透视

3 加拿大皇家银行投资观点

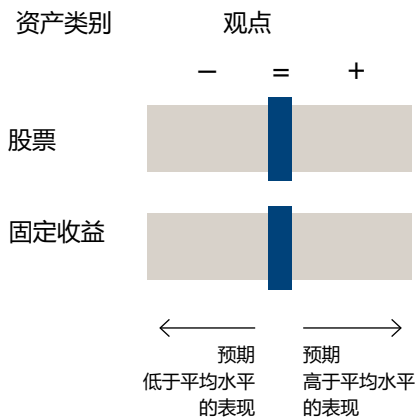
9 全球股票

11 全球固定收益

13 美国经济衰退记分卡

加拿大皇家银行投资 观点

全球资产类别观点



(+/-) 系指全球投资咨询委员会 (GPAC) 对未来 12 个月投资期的观点。

+ 增持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能优于平均水平。

= 市场权重意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能较为平均。

- 减持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

股票

- 由于有迹象表明全球经济环境疲软，股市在 8 月遭遇获利了结。美国消费者信心出现一些消退迹象，欧元区和英国经济活动指标走弱，人们越来越担心中国经济严重放缓可能波及其他经济体。
- 我们认为，这种温和的调整可能会进一步延续到 9 月和 10 月，这通常是季节性疲软时期。即便如此，我们仍然建议保持对全球股票的市场权重立场，因为我们预计此后市场将走高，这是因为投资者开始消化降息时间早于目前普遍预期的情况。
- 然而，我们预计进入新的一年，股市环境将更具挑战性，并将确保持有的股票是不过度依赖经济周期的公司的股票。

固定收益

- 全球收益率在 8 月创下新高，彭博全球综合债券指数平均收益率达到 4.1% 的峰值，为 2008 年以来的最高水平。目前，大多数主要央行可能已经或即将结束各自的加息周期，因为政策制定者试图平衡过度加息带来的经济风险和过少加息带来的通胀风险。我们认为，政策建议将是保持利率稳定，但保持在高位水平，同时让市场相信降息遥不可及。因此，在有吸引力的水平投入资金的窗口可能会持续更长时间。
- 我们维持美国固定收益的市场权重立场，其收益率再次接近多年高点；在近期遭遇抛售压力后，我们对美国银行发行的大盘优先股持乐观态度。尽管美国经济风险已经消退，但全球经济衰退风险仍然很高。因此，我们总体上维持减持企业债券的立场，并略微偏向政府债券。

每月
焦点



Mikhial Pasic, CFA
加拿大温哥华
mikhial.pasic@rbc.com



Joseph Wu, CFA
多伦多
joseph.wu@rbc.com

固定收益的收益回归

近年来, 利率大幅上升推高了债券收益率, 改变了股票和固定收益持仓相结合的投资组合的投资算法。由于很多理财计划的收益率接近或超过回报目标, 我们认为, 固定收益应会在均衡投资组合中发挥更大的作用。

重点:

- 相对价值的大幅变化增加了将固定收益的可预测回报流添加到投资组合中的吸引力。
- 我们的情景分析表明, 未来的远期回报状况变得更有利于债券, 而更不利于股票。
- 股票作为投资组合长期增长提供者的作用仍然没有减弱, 但十多年来将固定收益投资组合配置保持在低于长期目标风险敞口的理由已不再具有说服力。

过去十年, 由于各国央行使用多种政策工具反复压制债券收益率, 均衡投资组合 (包括股票和债券的配置) 的固定收益部分的回报异常低。市场状况已经改变。过去三年, 债券收益率上涨了一倍多, 使得固定收益回报和股票回报之间的风险回报权衡不再那么一边倒。因此, 我们认为将固定收益投资组合出资承诺保持在长期目标敞口以下的理由 (这种投资立场已盛行十多年) 已不再具有说服力。

我们认为, 固定收益应该在未来的均衡投资组合中发挥更重要的作用, 因为目前的收益率接近甚至在某些情况下超过许多财务计划中的回报目标。如下页上图所示, 在政府、投资级企业和高收益债券之间的等权重一篮子债券的回报率十多年来首次升至 6% 以上; 这接近许多均衡投资组合的回报目标。作为背景, 该图表将债券回报与美国最大养老基金加州公共雇员退休系统 (CalPERS) 的长期回报目标进行了比较。此外, 目前这种全固定收益组合的回报率落后于自 1990 年以来假设的均衡投资组合 (55% 股票、43% 债券和 2% 现金) 7.6% 的年化回报率, 差距是近 20 年来的最低水平。

固定收益的收益回归

固定收益收益率现已接近许多财务计划的回报目标



固定收益回报由彭博美国国债指数、彭博美国综合企业债券指数和彭博美国高收益企业债券指数的等权重组合表示；计算基于最差收益率。CalPERS 目标基于报告的贴现率。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 8 月 18 日

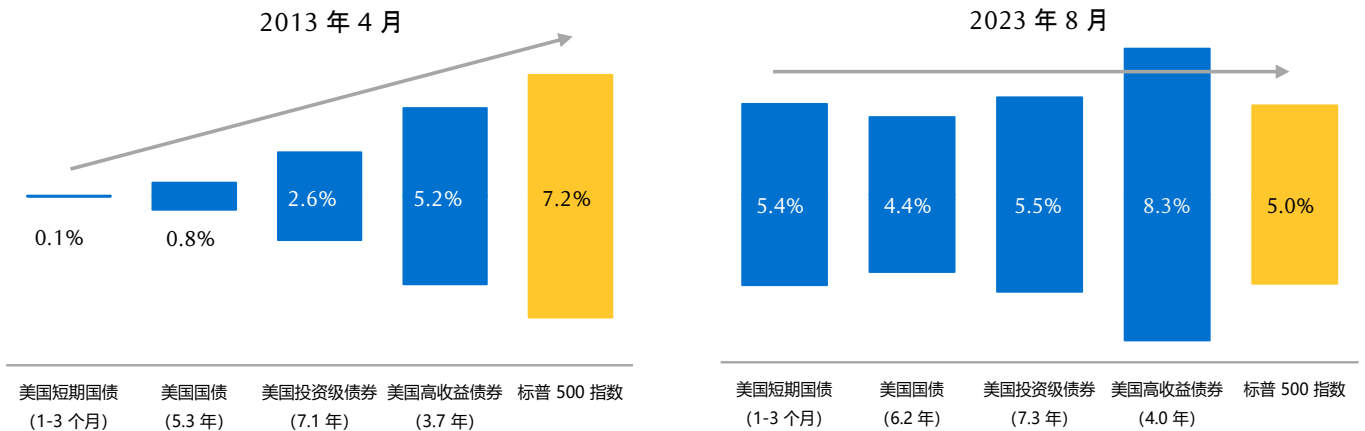
相对价值：事情发生了怎样的变化

在债券收益率多年来远低于大多数投资者目标回报的时代，人们对股票的投资发生了相当大的转变。在此期间，债券投资者发现自己被迫长期锁定低回报。这促使许多投资者增加股票配置，在金融危机后的几年里，股票的初始股息收益率往往高于 10 年期债券收益率，以及未来股息增加和资本增长的前景。一些投资者积极地将到期债券的收益重新配置到股票，而另一些投资者则选择不定期将强劲股市带来的收益重新调仓至债券，从而允许股票敞口走高。

如下图所示，十年前的 2013 年，投资者可以预期风险曲线每次向外推动都会获得更高的回报。

相对价值发生相当大的变化

股票盈利收益率与债券到期（久期）收益率



固定收益收益率由彭博美国 1-3 个月美国短期国债指数、彭博美国国债指数、彭博美国综合企业债券指数（美国投资级）和彭博美国企业高收益债券指数（美国高收益）表示；计算基于最差收益率。标普 500 指数盈利基于 12 个月的前瞻性预测。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 8 月 18 日

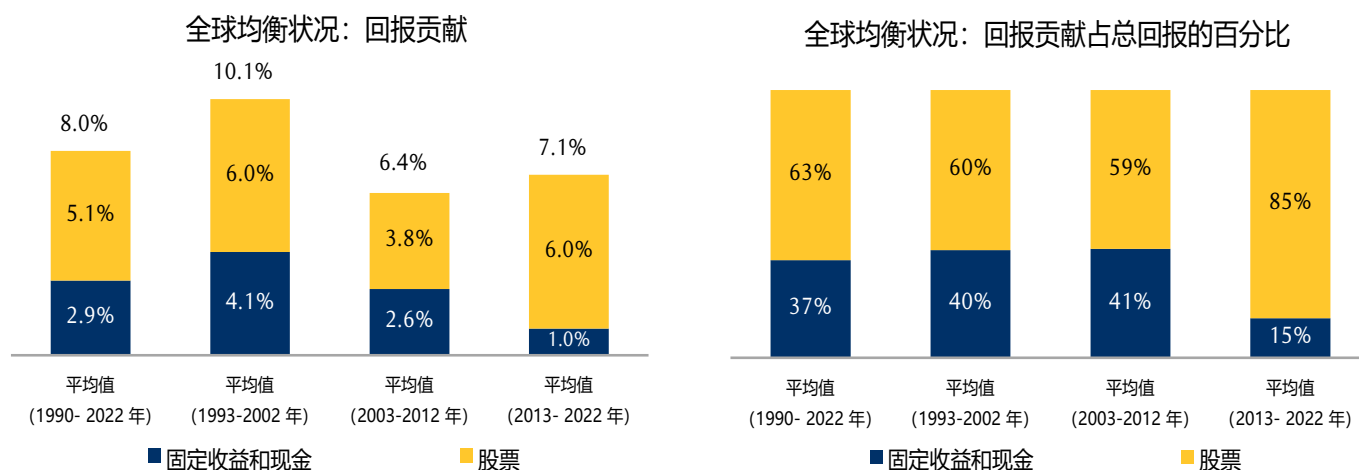
固定收益的收益回归

从短期政府国债转向长期政府债券导致收益率大幅上升，从政府债券转向投资级公司债券也是如此。对于愿意在这一连续体上进一步拓展、进入高收益债券或最终股票等领域的投资者来说，还可以获得额外的预期回报。这种格局在 2023 年已大幅趋于平缓，风险溢价也有所压缩。

投资者在 2013 年根据相对价值设置采取行动而获得了回报，因为在接下来的十年里，股票为平衡投资组合贡献了大部分回报。43% 的固定收益配置（加拿大皇家银行财富管理的战略资产配置目标权重）仅贡献了 2013 年至 2022 年总回报的约 15%，远低于固定收益在过去几十年中所提供的约 40% 的平均贡献（如下图所示）。

固定收益长达十年的低迷

按资产类别划分的历史平均收益率和投资组合回报比例



加拿大皇家银行财富管理的加拿大全球均衡资产组合包括 20% 标普 / 多伦多证交所综合指数、20% 标普 500 指数、10% MSCI 欧澳远东指数、5% MSCI 新兴市场指数、4.5% 富时加拿大短期政府债券指数、4.5% 富时加拿大中期政府债券指数、6.5% 富时加拿大短期企业债券指数、6.5% 富时加拿大中期企业债券指数、10% 彭博全球综合债券指数加元对冲、3% 标普 / 多伦多证券交易所优先股指数、4% 彭博美国综合信贷企业高收益指数加元对冲、4% 摩根大通 EMBI 全球核心指数加元对冲以及 2% 富时 30 天美国短期国债指数。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 8 月 24 日

由于过去三年债券收益率的大幅上升，将配置转向风险资产的增量回报已大大减少。尽管在 2013 年，为了有机会实现所需的投资组合回报，需要沿着风险曲线大幅转向股票，但今天的情况看起来截然不同。较高的利率恢复了收入优势，尤其是公司债券相对于股票而言。如下页左图所示，美国投资级债券目前比标普 500 指数股息收益率具有约 400 个基点的收益率优势。当债券收益率与股息较高的股票指数比较时，这种差距较小，但相对趋势与图表所描绘的一致。

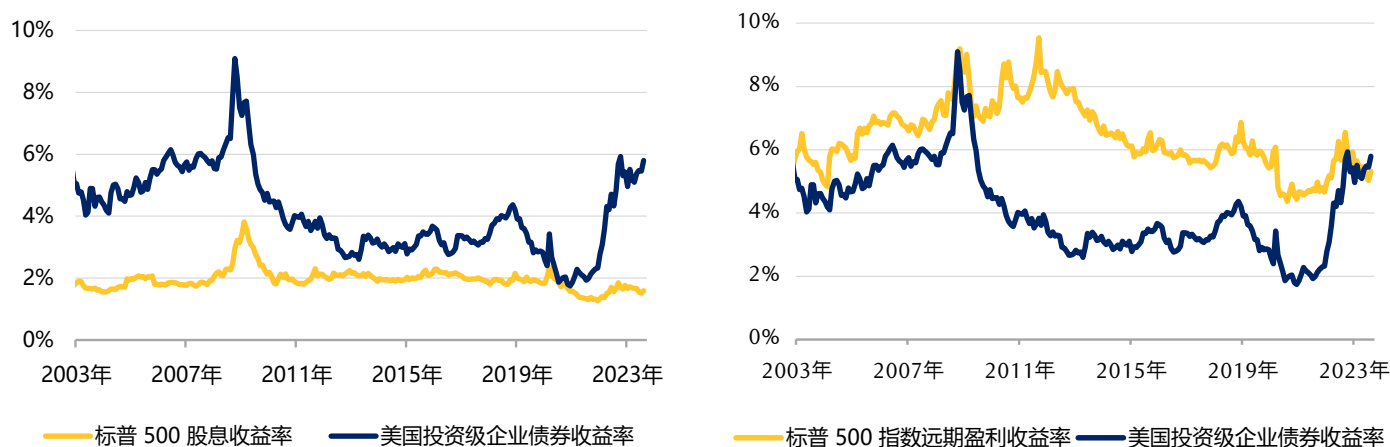
仅仅看股票市场的股息收益率只能说明股票投资者回报的一部分，因为股东对整个收益流拥有索取权，而不仅仅是支付的股息部分。如右下图所示，更好的比较

固定收益的收益回归

是股票收益率与债券收益率。(盈利收益率的计算方法是用股票或指数的每股盈利除以市场价格。这是市盈率的倒数；以 20 倍市盈率交易的股票的盈利收益率为 5%。) 目前, 彭博美国投资级债券指数的收益率比标普 500 指数的盈利收益率高出 50 个基点。这与此种关系的近期历史形成鲜明对比: 从 2010 年到 2020 年, 股票盈利收益率超过公司债券收益率约 300 个基点, 2012 年和 2013 年利差有时扩大到 400 个基点以上。

债券回来了

股票与投资级企业债券的收益率比较



投资级债券收益率以彭博美国综合企业债券指数最差收益率表示。标普 500 指数股息收益率基于过去 12 个月支付的股息；盈利收益率基于 12 个月的前瞻性预测。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 8 月 18 日

债券的好兆头

从历史来看, 从美国加息周期的最终加息到美联储首次降息之间的时期, 债券相对于股票表现良好。虽然预测央行未来的行动总是很困难, 但考虑到已经发生的加息幅度以及一些领先经济指标表明经济周期已接近后期阶段, 我们认为, 我们很可能已经接近这一点。

更重要的是, 考虑到过去十年估值的变化, 我们对远期回报的情景分析变得更有利于债券, 而更不利于股票。一个世纪以来, 由于经济、货币、通胀和地缘政治条件不断变化, 购买时收益率与债券产生的长期回报高度相关。因此, 我们认为, 历史强烈表明, 如今债券的起始收益率较高 (是三年前的两倍多), 这至少会转化为未来十年固定收益回报前景将大幅改善。相比之下, 股票的起始市盈率较高 (或盈利收益率较低, 因为这是市盈率的倒数), 表明在企业盈利缺乏强劲增长的情况下, 未来股市的环境不太有利。

固定收益的收益回归

固定收益的新理由

本文概述了整个固定收益资产类别。不应将其视为延长固定收益投资组合久期或增加信用风险的建议；相反，我们观察到，最近基准利率的大幅上涨为投资者提供了利用整个固定收益市场大幅走高的可用收益率的机会。股票在投资组合中作为长期、不断增长的收入来源和资本价值相应增长的提供者的作用仍然没有减弱。但我们认为，将固定收益投资组合配置保持在长期目标敞口以下的理由（这种投资立场已盛行十多年）已不再具有说服力。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

等待的游戏

全球大多数主要股票市场自 3 月以来持续上涨, 但在 8 月出现了喘息的机会。这种温和的调整可能会进一步进入通常季节性疲软的 9 月 /10 月, 届时我们预计平均价格将逆转, 为重新走向更高的水平开辟道路。

标普 500 指数和加拿大的标普 / 多伦多证券交易所综合指数是发达经济体中唯一尚未突破 2021 年底高位的广泛蓝筹指数。我们预计, 其将在去年九月开始的长期拉升结束之前实现突破。

未来新一轮上涨的一个潜在催化因素可能是, 投资者越来越相信美联储将比预期更早开始降息。反过来, 降息很可能是对弱于预期的经济数据的反应, 特别是在就业方面。我们认为, 经济前景恶化导致股市上涨并不是一种可持续的情况, 尤其是当市场估值已经相对较高时——目前对应标普 500 指数 2023 年普遍盈利预期的 20.5 倍和明年普遍盈利预测的 18.4 倍。(请注意, 加拿大皇家银行资本市场对标普 500 指数 2024 年的盈利预估为 229 美元, 远低于华尔街普遍预期的 248 美元。根据这一估计, 远期市盈率较高, 为 19.6 倍。)

今年迄今为止, 标普 500 指数异常强劲地上涨了 17%。如果从现在到年底再创新高, 全年涨幅可能接近 25%。当人们认为普遍观点预测每股指数盈利与去年报告的收益基本持平时, 这一数字将非常强劲。(自全球金融危机结束以来, 标普 500 指数年均涨幅约为 10%, 略快于二战结束以来 7.3% 的平均涨幅。)

股票观点

地区	当前
全球	=
美国	=
加拿大	=
欧洲大陆	-
英国	-
亚洲 (日本除外)	=
日本	+

+ 增持; = 市场权重; - 减持
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

虽然我们认为该指数很可能在未来几个月内创下新高, 但 2024 年的上涨动力可能会低于 2023 年, 特别是如果正如我们预期的那样, 在此期间出现更严重的放缓或衰退。

今年迄今为止, 投资者对美国经济“软着陆”与“硬着陆”的预期几乎每个月都会转变。尚无定论(请参阅我们的[美国经济衰退记分卡](#))。但我们看到消费者和企业资本支出面临的逆风越来越大。我们预计美国经济衰退将在未来几个月内到来。

这些经济逆风中首当其冲的是信贷条件持续收紧。美联储本身可能还没有完成加息。与此同时, 大多数银行一年多以来一直在提高贷款标准, 美联储 7 月高级贷款官员调查显示, 很大一部分银行预计将在今年下半年进一步收紧标准。

疫情期间积累的超额储蓄已经消失或几乎消失。个人储蓄率远高于历史最低水平。信用卡债务和拖欠率急剧上升。近 4,400 万美国人的学生贷款偿还计划将于 10 月

全球股票

重新启动。抵押贷款再融资和汽车贷款的成本要高得多, 而且更难获得。

尽管零售贸易依然活跃, 但它已经从全价零售商 (其中一些零售商报告销售额直接下降) 转向了价格折扣店, 这表明, 总的来说, 消费者对其财务状况信心不足。职位空缺虽然仍然很高, 但几个季度以来一直在急剧下降。汽车工人罢工可能会在九月中旬开始。

在我们看来, 上述问题都不是不可克服的, 但它们似乎也没有自然而然地解决? 当被压抑的消费者需求和廉价信贷结合起来使失业资产 (工人和设施) 重新投入工作时, 充满活力的新经济扩张通常就会开始, 从而启动生产增长产生更大需求的良性循环。如今在美国, 被压抑的需求已经很少, 失业工人或闲置工厂也很少, 而信贷成本高昂且受到限制。

这使得企业面临成本持续上涨的挤压, 收入几乎没有增长, 而投资者必须在利润增长疲软的前景与相当充分的股票估值之间取得平衡。

我们相信油箱里有足够的燃料来推动股市升至新高——大多数股指几乎都处于两年前的水平。我们继续建议保持全球均衡投资组合的市场权重股票敞口, 以利用预期的上涨。然而, 我们认为, 投资者应将个股选择限制在他们愿意在经济衰退期间持有的公司, 我们认为, 经济衰退是未来几个季度最有可能出现的经济结果。对我们来说, 这意味着优质企业拥有具弹性的资产负债表、可持续的股息以及对经济周期不太敏感的商业模式。

全球
固定收益



Thomas Garretson, CFA

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

辩论致命一击

在大多数地区, 央行都面临着通胀的威胁。它头晕目眩, 摇摇欲坠, 开始踉踉跄跄。各国央行应该给予最后的致命一击, 毫无疑问地取得胜利, 还是应该走开, 让通胀温和下降, 而不冒进一步的、也许是不必要的损害的风险?

在美国, 在 8 月的杰克逊霍尔经济研讨会上, 美联储主席鲍威尔强调了美联储面临的挑战, 即平衡采取行动过少和行动过多的风险, 前者可能导致通胀更加根深蒂固, 后者可能对劳动力市场和经济造成不必要的损害。我们认为, 鉴于即将公布的经济数据仍然有利, 我们认为, 没有采取过多行动将是错误的, 即如果关键通胀数据出现持续加速的迹象, 在即将举行的会议上保持利率稳定, 并选择恢复加息。我们认为, 政策制定者可能不会进一步加息, 而是将重点放在“长期走高”的信息上, 并承诺不会降息。

固定收益观点

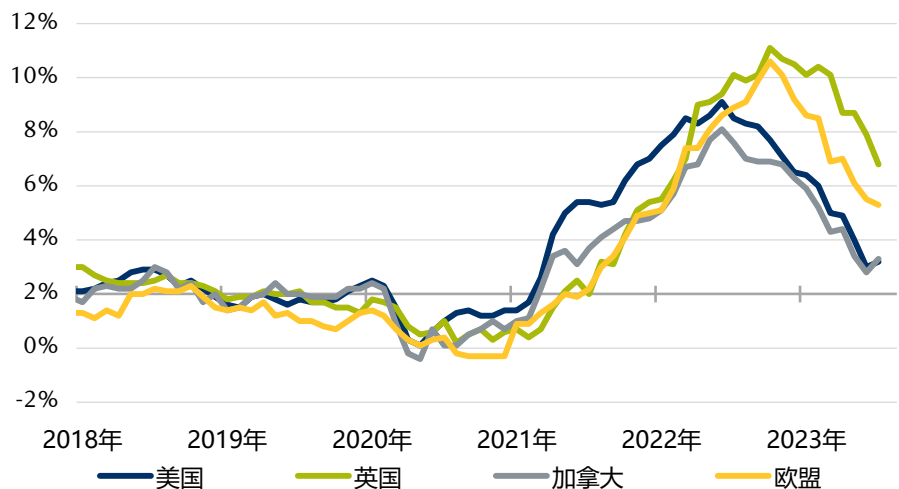
地区	政府债券	公司信用债	久期
全球	+	-	5-7 年期
美国	+	-	3-10 年期
加拿大	=	+	3-7 年期
欧洲大陆	=	-	5-10 年期
英国	=	-	5-10 年期

+ 增持; = 市场权重; - 减持
资料来源: 加拿大皇家银行财富管理

就美国国债收益率而言, 基准 10 年期美国国债收益率短暂升至 2007 年以来的最高水平, 最高达到 4.36%, 上个月收于 4.10%。由于美联储没有采取太多措施来承担经济损失的风险, 加上经济具有韧性, 我们认为, 今年剩余时间内 10 年期美国国债收益率在 4% 以上的区间内波动, 但低于 4.50%。

CPI 通胀明显下降, 但会持续吗?

消费者价格指数同比变化



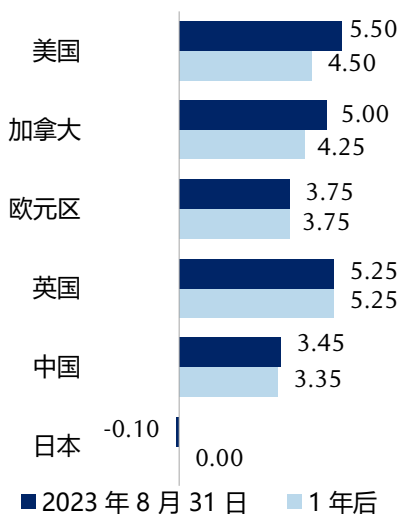
数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 每月数据截至 2023 年 7 月 31 日

全球固定收益

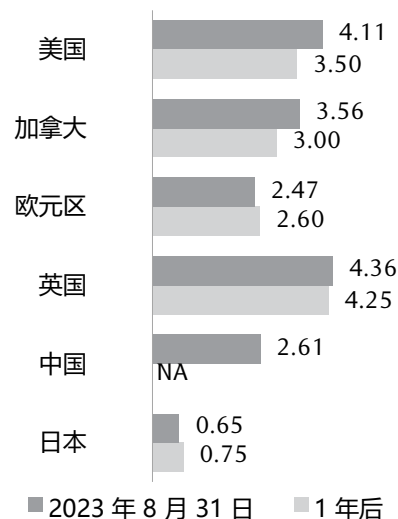
全球范围内的情况大致相同。我们仍然预计欧洲央行、加拿大央行和美联储将继续按兵不动——市场定价表明，现阶段最后一次加息的可能性基本上就像抛硬币一样，由数据决定。英国央行可能会至少再加息一次。

与美国一样，基准 10 年期主权债券收益率仍处于较高轨道，但我们预计，随着央行加息周期结束，收益率将很快趋于稳定。但在降息前景出现之前（我们预计要到明年年底才会出现），收益率可能也不会出现太大的下行潜力。

央行利率 (%)



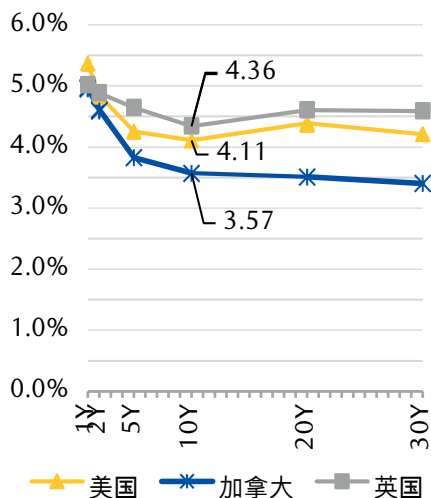
10 年期利率 (%)



资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场预测、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

注：欧元区使用德国国债。
资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

主权债券收益率曲线



资料来源 - 彭博社；数据截至 2023 年 8 月 31 日

美国经济衰退 记分卡

几乎保持 现状

在经历了一个没有衰退记分卡变化的夏季之后, ISM 新订单减去库存正从衰退 (红色) 转变为中性 (黄色)。

其他六个指标中有两个 (也是最可靠的两个) 指标仍明确处于负面的红色一栏, 意味着每个指标都超过了阈值, 从历史来看, 超过阈值, 经济衰退通常会在可衡量的时间期限内到来。另外两个指标在春季被调整为警告性的黄色, 因为它们几乎发出了完全负面的信号, 而且似乎有可能在几个月内如此。剩余两个指标仍为绿色, 继续表明经济扩张还会持续一些时间。

我们认为, 到目前为止被评为完全负面的两个指标从发出负面信号到经济衰退开始的平均时间差距表明, 经济衰退最早将在今年夏季开始。然而, 从历史来看, 这两个指标都有过从发出信号到经济衰退间隔时间更长的情况。**请注意, 任何经济衰退的正式开始日期可能要到既成事实之后几个月或几个季度后才会公布。**

收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)

2022 年 7 月, 1 年期美国国债收益率果断升超 10 年期收益率, 负收益率差距在过去一年的大部分时间内进一步扩大。**这个指标在进入衰退区间后的一般历史经验表明, 到今年夏季美国经济将已步入衰退。**

收益率曲线倒挂明确表明信贷状况正在收紧, 美联储高级贷款官员调查 (最新一期于 7 月 31 日发布) 连续五个季度一致传达的信息强调了这一事实。大多数美国银行继续提高几乎所有类别的商业和消费贷款的贷款标准, 包括各种规模企业的商业和工业贷款、信用卡贷款、消费分期贷款、抵押贷款和商业房地产贷款。

同一项调查也表明, 大多数银行报告称, 工商业贷款需求减少, 并且发放此类贷款的意愿也有所下降。大多数银行还要求提高消费贷款的信用评分和汽车贷款的首付款, 并提高向风险较高的企业提供贷款的

美国经济衰退记分卡

指标	状态		
	扩张	中性	衰退
收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)			✓
申领失业金人数		✓	
失业率	✓		
世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标			✓
非金融企业业务的自由现金流	✓		
ISM 新订单减库存		✓	
联邦基金利率与名义 GDP 增长率		✓	

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

美国经济衰退记分卡

溢价。此外,在最近的调查中,绝大多数人表示下半年情况将继续紧张,甚至进一步收紧。

1 年期收益率与 10 年期收益率之间的负利差在 6 月达到本轮周期迄今为止的最宽点,为 158 个基点。此后它已明显收窄至 120 个基点,这开启了“去倒挂”时期可能已经开始的可能性。从“倒挂”回归“正常”的过程通常在经济衰退开始时或几个月前开始。倒挂的总持续时间与随后的衰退持续时间之间也存在合理的相关性。最新的倒挂已经持续了 13 个月,并且还在继续。

ISM 新订单减库存

在大多数美国经济衰退临近开始时,美国供应管理协会 (ISM) 的新订单和库存分项指数的差距会转为负值。但它偶尔也会发出错误的积极信号 - 表明经济衰退即将来临,而后来并未到来。此外,这个指标只与制造业 (约占美国经济的 15%) 活动有关,并且来自调查而非硬数据。出于这些原因,我们将其视为一项确证指标,而不是单独的决定性指标。

在 2022 年 9 月创下最近最低点后,该系列稳步走高,2023 年 8 月的数据 (我们使用三个月移动平均值) 已回到零上方。因此,我们将该指标从红色调整回黄色。然而,我们注意到新订单分类指数本身仍处于收缩区域,并在上个月有所减弱。如果 ISM 新订单成分指数本身在未来几个月内上升至扩张性水平,我们会将该指标上调回扩张性区间 (绿色)。尽管如此, **这个指标之前从未出现过达到目前的深度而最终未出现衰退的情况。**

世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标

从历史来看,该指标提供了可靠的经济衰退早期预警。当该指数跌破一年前的水平时,经济衰退总是会如影随形 - 通常在两三个季度之后。

这个指标在 2022 年第三季度果断转负,我们将其转到记分卡的红色一栏。截至 2023 年 7 月,该指数已连续 16 个月下跌,进一步陷入负值区域。其过往记录强烈表明,美国经济衰退将在 2023 年下半年的某个时候来临。

申领失业金人数

本轮周期的月度低点出现在 9 月。申领失业金人数通常在下一次衰退开始前约 12 个月达到周期低点。因此, **如果未来几个月再无新低,历史将表明,经济衰退最早将在今年秋季来临。**

6 月申领失业金人数大幅增加,但 7 月有所回落。平缓的趋势似乎正试图转高,但尚未令人信服地由低转高。临时就业人数和职位空缺数量同比都有所下降的情况加大了申领失业金人数的趋势可能正在转变的可能性。在我们等待这种转变得得到证实或申领失业金人数再次下降的同时,这种模糊性需要在 4 月将该指标的状态转换成黄色。

失业率

8 月失业率跃升至 3.8%,为 2022 年 2 月以来的最高水平。自同月创下周期高点以来,每月净新增就业人数一直呈稳步下降趋势。未来几个月失业率升超 4.0% 的任何走势都会使该指标的平滑趋势走高,

美国经济衰退记分卡

我们认为这表明经济衰退即将来临。一旦发出这样的信号, 平均而言, 从最低月度数据 (4 月为 3.4%) 到经济衰退开始需要 8 到 9 个月的时间 - 但也有几次时间间隔只有两三个月。

非金融业务的自由现金流

总体而言, 这个指标发出的信号表明, 这些企业有能力在内部为其想要或需要做的任何资本支出提供资金。从历史来看, 每当该指标低于一年前的水平时, 企业资本支出通常就会下降, 表明经济衰退会随之而来或经济衰退已经日渐深化。这个指标在 2022 年第四季度和今年第一季度下降, 但仍远高于负交叉点。我们预计, 本月将公布的第二季度数据将进一步恶化。

联邦基金利率与名义 GDP 增长率

在过去 70 年的每一次经济衰退之前, 联邦基金利率都会超过六个月年化名义

GDP 运行率。(名义 GDP 是指未经通胀调整的 GDP。) 自 2020 年第四季度达到 23% 的疫情经济重启以来的高点以来, GDP 运行率一直在下降。到去年底, 运行率下降至 7.2%, 但仍远高于联邦基金利率, 后者当时已升至 4%。现在, 联邦基金利率上升到 5.50%, 第二季度 GDP 数据显示, 六个月名义 GDP 增长率的运行率放缓至仅 5.1%, 仅勉强满足经济衰退的历史前提。我们预计第三季度名义 GDP 增长将进一步放缓, 差距将进一步扩大。

展望未来

我们认为, 权衡所有七个指标的当前状况并预测其在未来几个季度可能的走势继续表明, 美国将在 2023 年晚些时候陷入衰退的可能性越来越大。

研究来源

这份文件是由加拿大皇家银行财富管理投资咨询集团的全球投资咨询委员会创作完成。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关证券企业投资顾问、财务顾问提供有关的资产配置和投资组合构建的支援。

全球投资咨询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部高级投资组合顾问

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及亚洲首席投资官

Yuh Harn Tan – 加拿大皇家银行新加坡分行全权委托投资组合管理及超高净值解决方案主管

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

其他全球透视作者

Mikhial Pasic, CFA – 加皇多美年证券有限公司另类投资副总裁

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标的的证券或证券发行者的个人观点。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。

重要信息披露

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有限公司, 后者为加皇资本市场的海外附属公司。本报告由加皇资本市场编写。加皇资本市场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。

非美国分析师披露

参与撰写本报告的一名或多名研究分析员 (i) 并非于纽约证券交易所 (NYSE) 和 / 或美国金融业监管局 (FINRA) 或符合资格的研究分析员, 且 (ii) 并非加皇财富管理的关联人士, 因此他们未必受与目标公司通讯、公开露面及研究分析员所持账户的证券买卖的美国金融业监管局第 2241 条规则所规限。

如果是摘要报告 (包括六家或更多家公司), 加拿大皇家银行财富管理公司可能会选择提供重要的信息披露, 作为参考。要获取当前披露的信息, 客户应参考

[https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2)

[DisclosureLookup.aspx?EntityID=2](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2), 查看有关加拿大皇家银行财富管理公司及其附属公司的披露信息。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: 250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

加拿大皇家银行资本市场市场评级分布

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。尽管加皇资本市场的“优于板块 (O)”、“持平板块 (SP)”和“逊于板块 (U)”与“购买”、“持有 / 中立”和“卖出”分别为近似, 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 - 加拿大皇家银行资本市场股票研究

截至 2023 年 6 月 30 日

评级	数量	百分比	过去 12 个月内提供的 投资银行服务	
			数量	百分比
买入 [优于板块]	832	57.22	250	30.05
持有 [持平板块]	573	39.41	138	24.08
卖出 [逊于板块]	49	3.37	3	6.12

加拿大皇家银行资本市场有限股票评级系统说明

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, 为特定股票指定的评级仅代表分析师对该股票相对于分析师的板块平均值在今后十二个月表现的看法。

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): 当加拿大皇家银行在某些合并或其它战略交易中担任顾问以及在某些其它情况下, 加拿大皇家银行的政策禁止包括投资建议在内的某些沟通。**未评级 (NR)**: 由于加拿大皇家银行资本市场充当该公司顾问时的适用法律、监管或政策限制, 评级、价格目标和预测已被剔除。

风险评级: 投机性风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份交易量流动性低、资产负债表杠杆程度高或营运历史有限, 致使财务及 / 获股价波动性预期较高。

估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行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”) 要求对估价基础和获得估价障碍作出描述。在适用情形中, 有关资料将分别载于研究报告中的“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附属公司的总收益, 其中部分收益是加皇资本市场及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

其他信息披露

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。报告内容可能根据或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来源资料的一般许可,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索取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法律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,加皇财富管理或指定第三方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。此类交易可能在您收到本报告之前或之后发生,并可能对进行交易的证券市价发生短期影响。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。客户亦可能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。

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人/自营商及投资顾问机构,可提供券商和投资顾问服务。加拿大皇家银行财富管理公司投资研究相关利益冲突管理政策可在我们的网站上获取:<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 AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件。可应请求通过您的财务顾问提供任何此类文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件的权利。

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”)是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”)开发并独家拥有的,加拿大皇家银行已获得发牌使用上述分类标准。MSCI、S&P 或任何参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的其他方概不对相关标准或分类(或使用相关标准或分类获得之结果)作出任何明示或暗示的保证或声明,所有相关方特此明确卸弃所有涉及上述任何标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的合适性方面的保证。在不限制前述任何规定的原则下,MSCI、S&P 及其任何关联方或参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的任何第三方,在任何情况下都不对任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的或任何其他损害(包括利润损失)承担任何法律责任,即使已获悉发生该等损害的可能。

免责声明

本报告中包含的信息由加拿大皇家银行资本市场有限责任公司分部加拿大皇家银行财富管理公司根据据信可靠的来源撰写而成,但加拿大皇家银行、加拿大皇家银行财富管理公司及其关联公司或任何其他人士对此类信息的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。报告中的所有观点和推测为加拿大皇家银行财富管理当天的判断,谨供投资者参考,不负有法律责任,如有变更,恕不另行通知。以往我们所取得研究成绩并不能保证未来的投资回报,也无法避免原始资本可能遭受损失。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以及销售程序的法律。因此,本报告中讨论的证券可能没有资格在某些司法管辖区销售。在任何情况下,本报告都不能作为任何辖区的,任何不具备法律资格进行交易的个人或机构的投资建议,也不能作为法律、会计、税务、个人投资的依据。本报告的任何内容不得作为法律、会计或税务建议或是针对个人投资的建议。本材料供普通客户阅读使用(包括加拿大皇家银行分支机构),并没有考虑某个具体读者的特殊情况和需要。其中的投资或服务未必适合您,如果您对投资分析或服务的适用性存有疑虑,建议您咨询独立的投资顾问。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士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书面同意,在任何情况下本文件所载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附属公司。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 / 证券投资者保护协会会员，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。“加拿大皇家银行资本市场有限责任公司”是“加拿大皇家银行”间接管理的全资子公司，也是加拿大皇家银行的相关发行人。任何本报告的美国收件人，若其并非一家注册经纪自营商或以经纪商或自营商身份开展业务的银行，且希望了解有关本报告中所讨论的任何证券的更多信息，或对该等证券进行任何交易，应联系加皇资本市场有限公司，并与其下达订单。国际投资会涉及在美投资常见风险以外的风险，包括汇率波动、涉外税负、政治不稳定性以及不同的会计标准。

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。经许可使用。加拿大皇家银行财富管理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)。注册地址：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新泽西金融服务委员会监管。注册地址：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，该银行系取得金融管理局资格的注册实体。该数据仅作一般发行之用，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。以往的业绩不能代表未来的业绩。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。

© 2023 加拿大皇家银行资本市场有限公司 - NYSE/FINRA/SIPC 成员

© 2023 加皇多美年证券有限公司 - 加拿大投资者保护基金成员

© 2023 加皇欧洲有限公司

© 2023 加拿大皇家银行

保留所有权利

加拿大皇家银行 1524



Wealth
Management
财富管理