

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10月

新常态、旧常态， 还是非常态？

由于全球利率达到十多年来未见的水平，
我们探讨了货币政策的未来会怎样。

Thomas Garretson, CFA | 第 4 页

本期内容



全球股票

狭窄的道路



全球固定收益

**虽已入秋，但收益率
不会下降**



大宗商品

原油：反弹



美国经济衰退记分卡

风平浪静

制作时间：美国东部时间 2023 年 10 月 2 日下午 4:55；分发时间：美国东部时间 2023 年 10 月 3 日上午 10:00

有关重要且必需的非美国分析师披露信息，请参阅[第 27 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：新常态、旧常态，还是非常态？

由于全球利率达到十多年来未见的水平，一些投资者开始怀疑零利率和负利率时代是否已经结束。我们探讨了货币政策的未来会怎样。

9 全球股票：狭窄的道路

尽管股市有望度过近期的盘整阶段并进入反弹行情，但我们认为，美国消费者面临的压力越来越大，从而缩小了通往新高的潜在路径。我们对硬着陆和软着陆争论的评估使我们暂时看好股票。

14 全球固定收益：虽已入秋，但收益率不会下降

尽管加息周期似乎已经结束，但债券收益率延续上升轨迹。这对固定收益投资者意味着什么？

19 美国经济衰退记分卡：风平浪静

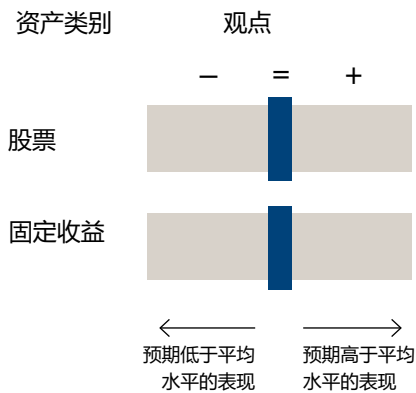
经济衰退记分卡的变革之风处于停滞状态，但进入第四季度，阵风可能会增强。

市场透视

- 3 加拿大皇家银行投资
- 9 全球股票
- 11 地区股票观点
- 14 全球固定收益
- 16 地区固定收益观点
- 19 美国经济衰退记分卡
- 22 大宗商品
- 23 货币
- 24 主要预测
- 25 市场行情

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。

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。

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。

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

- 目前我们继续建议保持全球股票的市场权重布局。我们认为，如果对美国经济软着陆的信心能够得到一些合理理由的支持，那么标普 500 指数以及其他发达市场或许能够在未来几个月创下新高。
- 然而，我们注意到，实际上美国消费者的消费能力和信心似乎受到储蓄枯竭、高利率、银行越来越不愿意放贷以及能源成本上涨的压力。
- 我们认为，2024 年经济和股市可能面临更具挑战性的局面。

固定收益

- 全球收益率 9 月再创新高，彭博全球综合债券指数平均收益率达到 4.3% 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。
- 由于收益率仍接近多年高点，我们维持对美国固定收益的市场权重立场。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。



Thomas Garretson, CFA
美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

新常态、旧常态，还是非常态？

由于全球利率达到十多年来未见的水平，一些投资者开始怀疑零利率和负利率时代是否已经结束。我们探讨了货币政策的未来会怎样。

重点：

- 各经济体的“中性”利率理论既不促进也不限制经济活动，长期以来一直指导着央行的政策。
- 几十年来，中性利率一直处于下降状态，尽管有理由认为，由于全球经济发生变化并逐步适应疫后的世界，中性利率有所走高，但我们仍然认为，较低利率的长期驱动因素终将占上风。
- 利率料将在较长时间内保持在历史高位，但如果各国央行需要重新采取刺激措施，低利率可能仍然是其“工具箱”中的主要工具。

15 年前全球金融危机后的新常态理念是市场参与者的共同主题。在 20 世纪 80 年代中期至 2007 年的“大缓和”期间，经济长期持续扩张，通胀保持稳定，让投资者为接下来的情况做好了充分准备。

美国消费者在房地产泡沫之后去杠杆化，加上政府财政政策反应乏力，意味着货币政策只能承担大部分繁重的工作，因为低于平均水平的经济增长进入通胀过低而非过高的时期，在此期间过低的通胀是各国央行面临的首要问题。最终结果是，除了大规模资产购买计划等新的替代政策工具外，美联储和其他全球央行首次实行零政策利率，更不用说其他国家后来采用的负政策利率了。

现在看来这些问题已经逆转了。美国对疫情的财政反应超出了预期，经济增长一直高于长期趋势水平，通胀当然也远高于目标水平。结果，美联储将利率提高至 20 多年来未见的水平，全球大多数主要央行也出现了类似的结果。

在投资者经历了十年零利率甚至负利率政策机制之后，未来五年、十年和十五年的央行政策会是什么样子，更重要的是，低利率时代是否已被抛在脑后？

星星是宇宙的地标

“通常情况下，天空多云时我们靠星星导航。”美联储主席鲍威尔在 8 月的一次演讲中提到了指引美联储的“星星”及其运作的不确定性。用美联储的话说，政策制定者所依据的“星星”是自然利率 (r^* , 发音为 r 星) 和自然失业率 (u^*)。

新常态、旧常态，还是非常态？

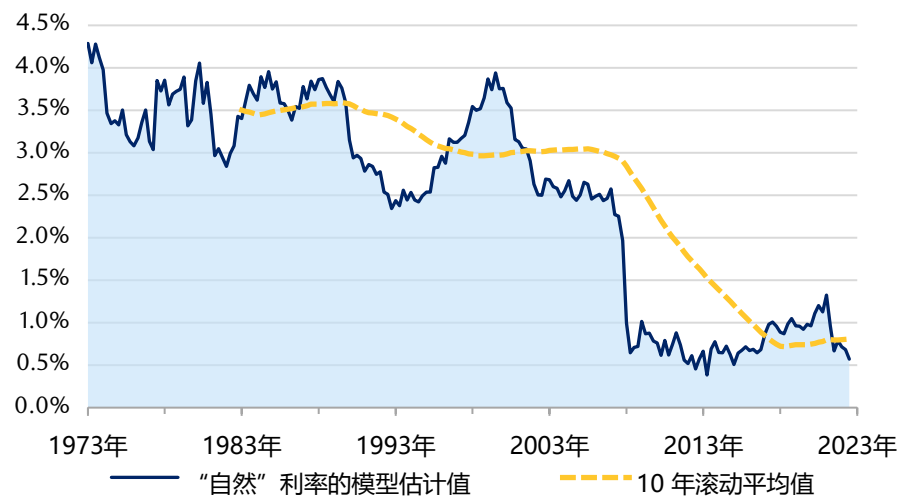
虽然对于美联储主席来说这也许颇具诗意，但天体导航的主题是他在任期内多次讨论过的主题，可以让我们了解这对近期政策前景以及未来的政策前景意味着什么。

需要明确的是，这些理论上的自然利率和自然失业率（或者是在价格稳定和充分就业时期应该普遍存在的水平）只是理论上的。但有许多模型试图对这些天体进行估测。

第一张图表显示了由现任纽约联储行长约翰·威廉姆斯共同创建的最常见模型之一，用于估计现行实际自然利率（对通胀率进行调整）。按实际计算，这一自然水平仍然仅为 0.56%，如果加上美联储 2% 的通胀目标，则为 2.56%。

为什么会这样？自 20 世纪 70 年代和 1980 年代的大通胀以来，利率一直处于稳步下降的状态，而其他研究表明，过去 700 年来利率水平一直处于稳定下降的状态。我们认为，这种所谓的自然利率的关键驱动因素相当简单。由于经济已经很成熟，全球潜在增长自然会放缓。由于全球人口老龄化，最大的推动因素（即人口结构）仍然坚定地支持较低的自然利率，从而继续刺激过剩储蓄和对被视为安全资产的需求。避险情绪，尤其是在金融危机造成经济和心理伤害之后，或许也是导致自然利率走低的另一个因素。

对“自然”利率的一项估计表明我们仍处于低利率时代



注：模型基于 Holston-Laubach-Williams 对实际（通胀调整后）自然利率的估计。

数据来源 — 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

新常态、旧常态，还是非常态？

但无论是 40 年还是 700 年的趋势，这些都是需要应对的强大力量，这表明美国 and 全球目前处于历史高位的政策利率或许更可能是一种偏差，而不是对后金融危机时代的突破。实际上，威廉姆斯今年多次坚持认为，他认为几乎没有理由认为自然利率已经上升。

尽管如此，可能有一些理由认为自然利率确实可能在未来几年开始走高。

美联储的“北极星”

美联储还有一颗导航的星星，但这颗星星很容易观察到，并且在一段时间内保持不变：自然通胀率，即 π^* ，自 2012 年以来形式上一直为 2%。

如下图所示，美联储政策制定者也普遍同意长期自然利率约为 2.50% 的观点，即实际水平为 0.50% 加上 2% 的通胀目标，但在 9 月 19 日至 20 日的政策会议之后，其已经开始小幅上升，美联储的一些人士预计通胀率将达到约 3.3%。

市场可能也在考虑的一种想法是，自然利率可能会走高，这是由一个指数来衡量的，该指数反映了市场预期隔夜利率在五年内（从现在起五年后）的平均水平。自 2007 年以来，它也一直呈下降趋势，最近又回落至近 4%。

我们认为，可能有两个主要原因，也许还有一个次要原因。第一个原因可能源于对疫情强有力的政策反应引发了经济的快速复苏，以及通胀比过去一段时间更具结构性的环境。

由于市场预期自然利率走高，美联储预测会水涨船高吗？



注：基于 5 年期、5 年远期隔夜指数掉期利率的市场预期；美联储基于联邦公开市场委员会目标的预测。

数据来源 — 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

新常态、旧常态, 还是非常态?

第二个原因是指美联储的“北极星” - 2% 的通胀目标。鲍威尔近年来还强调了低自然利率带来的挑战, 本质上是在经济低迷或压力时期, 美联储只有较小幅度的降息窗口(介于 2.5% 至 0.0% 之间)来提供经济刺激。在达到 0.0% 的有效下限后, 美联储必须转而使用政策利率以外的其他替代工具。

如果实际自然利率确实有望保持在历史低位并接近 0.0%, 那么创造更大窗口来管理政策利率的唯一方法就是提高通胀目标。这是近年来经常讨论的话题, 尽管美联储从未在通胀仍然过高的时候提出这个话题, 但我们认为美联储最早可能在 2025 年开始公开探讨这个想法的可能性很大。

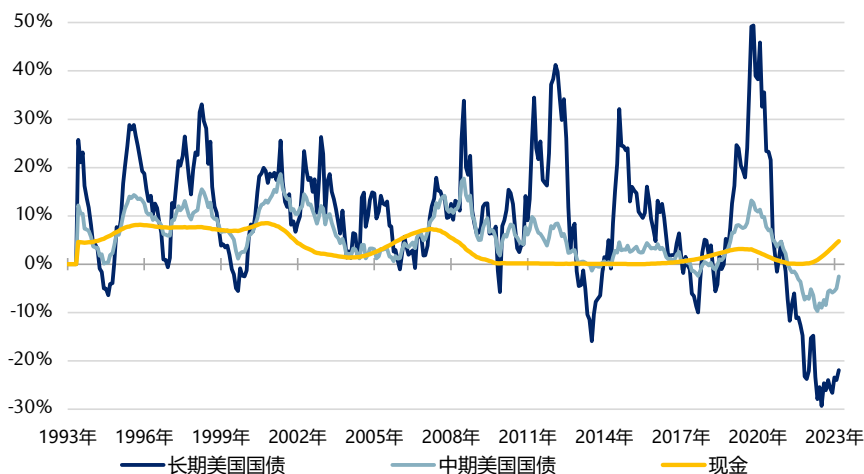
最后, 还有人工智能 (AI) 的问题, 尽管不可否认, 这是一个相对未知的领域, 因为它与自然利率相关, 但这可能是一个潜在的长期动态, 投资者需要重新评估未来的利率水平。但生产率低下长期以来一直拖累潜在经济增长率。如果人工智能兑现其最乐观的承诺, 那么或许市场可能会开始考虑人工智能推动生产力繁荣发展, 并因此带来更高潜在增长的机会, 但这肯定是一个长期问题。

正常的评判

这一切对投资者意味着什么? 我们的基准情景是, 利率下降的长期趋势将基本保持不变。就新常态或回归一些旧常态的问题而言, 我们坚持认为确实不存在常态。货币政策和央行工具包将随着每个商业周期和经济时代的变化而不断发展。

现金的优异表现可能气数已尽

15 个月滚动总回报



注: 现金以彭博美国短期国债 (1-3 个月期) 指数为代表, 中期美国国债以彭博美国中期国债 (1-10 年期) 指数为代表, 长期美国国债以彭博美国 (10 年期以上) 国债指数为代表。

数据来源 — 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

新常态、旧常态, 还是非常态?

在这个框架内, 当前的收益率环境很可能为投资者提供了各种各样的机会。正如最后一张图表所示, 自美联储于 2022 年 3 月开始加息以来, 现金的表现一度如日中天, 基于 1-3 个月短期美国国债的总回报率接近 5%, 而较长期美国国库仍下跌逾 20%, 为有记录以来最大的表现差距之一。但趋势可能已经发生转变, 因为长期债券已经在收付回报, 而各国央行似乎已达到或接近峰值利率水平。

但试图把握市场时机很可能意味着投资者会完全错过它。因此, 我们只需在未来几个月和几个季度采取一项策略, 即在长期高企 (但可能不是永远) 的环境下逐步退出现金和短期债券。

全球
股票



Jim Allworth
加拿大温哥华
jim.allworth@rbc.com

狭窄的道路

- 标普 500 指数以及其他发达市场在未来几个月创下新高的可能性仍然存在，但这种可能性不断下降。只要对所谓美国经济软着陆的信心能够得到一些合理理由的支持，我们认为，进一步走高的道路虽然日益狭窄，但还将一路畅通。
- 然而，实际上美国消费者的消费能力和信心似乎受到储蓄枯竭、利率不断走高、银行越来越不愿意放贷以及能源成本上涨的压力。我们认为，2024 年经济和股市可能面临更具挑战性的局面。

进入 7 月，标普 500 指数以及欧洲和日本市场经历了 10 个月的可观上涨后，进入了回调 / 盘整阶段，这个阶段一直持续到通常是季节性疲软的秋季。这些市场似乎越来越超卖。我们认为，未来几周可能会出现反弹行情，不排除标普 500 指数再创新高可能性。

然而，我们认为，触及新高的可能性正在下降，并且更多地取决于技术市场因素而不是基本面。特别是，衡量市场广度和参与度的标普 500 指数的涨跌 (A/D) 线在夏季创下了历史新高。通常情况下，但并非总是如此，标普 500 指数本身可能会在新高点加入涨跌线。但这需要加强美国经济软着陆（即不出现衰退）的理由。

尽管期间出现回调，但对美国疫后经济扩张将进一步持续的信念一直是推动大多数市场走高的动力。自从美联储开始加息并取消量化宽松计划以来，预测界就分为两派，一派预计软着陆，另一派则预计硬着陆。

争论仍在继续。软着陆支持者最近因一些略好于预期的经济数据而感到振奋，其中包括就业状况，迄今为止就业状况尚未减弱。

股票观点

地区	上一次	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

还有一种观点认为，美国经济显然仍在增长，这意味着不会陷入衰退。这一派指出，第二季度公布的年化实际 GDP 增长率较为可观，为 2.1%，如果需要更安心些，可以参考亚特兰大联储广受关注的 GDPNow 模型对第三季度 4.9% 的预估。这个模型很有用，但精确度并不是其特征之一——其预测的平均误差为 +/- 1.2 个百分点。

另外值得注意的是，亚特兰大联储本季度的流程尚未完成，并且要等到 10 月底的 9 月数据全部公布后才能完成。实际上，还有另外两家地区联储也发布了“实时预测”的预测（即利用包括大数据在内的当前数据来预测经济趋势的发生）：圣路易斯联储对第三季度经济增长的预估目前为

全球股票

1.6%，而纽约联储的预估为 2.1%。取三个模型的平均值，结果为 2.9%。

自 20 世纪 50 年代以来，每次经济衰退爆发之前，每个季度的实际 GDP 增长率都介于 +9.3% 到 -2.9% 之间。平均值为 +2.4%，但我们没有发现具有说服力的集中趋势证据。似乎一个季度的增长率对于判断下一个季度出现衰退的可能性几乎没有用处。

我们更相信历史记录，其表明，通过美联储长期连续加息以及连续多个季度提高银行贷款标准来逐步收紧信贷条件从来都不是避免经济衰退的良方。相反，这些因素总是发生在硬着陆之前或是硬着陆的一部分。

这些限制性条件已然存在，并且已经持续了一年多。我们预计，在明年的较长时间内，经济和股市将更强烈地感受到它们的影响。当然，总会有第一次，但当历史概率指向更具挑战性的结果时，计划轻松地摆脱对我们来说似乎并不是明智之举。

目前，我们建议继续充分关注股市，以利用我们认为未来几个月触及新高的可能性逐渐减弱的机会。然而，我们认为，投资者应考虑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。

也许关注具有韧性的优质企业最令人信服的原因是，我们认为，似乎正在聚集的逆风将自然消散，并可能在明年早些时候完全消散。股票市场通常会在新一轮经济扩张开始前几个月就对其有所预期。我们认为，那些持有价值高于平均水平的投资组合将最有能力利用在这一积极转折点到来时必然出现的机会。

地区股票观点

Kelly Bogdanova

美国旧金山
kelly.bogdanova@rbc.com

Sunny Singh, CFA

加拿大多伦多
sunny.singh@rbc.com

Frédérique Carrier

英国伦敦
frederique.carrier@rbc.com

Thomas McGarrity, CFA

英国伦敦
thomas.mcgarritty@rbc.com

Jasmine Duan

中国香港
jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee, CFA

新加坡
nicholas.gwee@rbc.com

美国

■ 在经历了上半年的强劲上涨之后，动能已经停滞，美国主要股指纷纷回落。10 年期美国国债收益率持续上升和美联储的鹰派信号削弱了股市的热情。多年来，美国股市比美国债券具有优势，因为后者的收益率异常低；更多的资金流入股市。现在债券市场似乎王者归来，其收益率远高于标普 500 指数的股息收益率。我们认为，这导致更大比例的增量现金流入债券而不是股票。

■ 尽管许多机构投资者都关注经济的韧性，但我们的领先指标仍然表明，未来 12 个月不能排除经济衰退的可能性。如果这成为现实，我们认为，标普 500 指数的盈利将低于 2024 年每股 247 美元的普遍预测。

■ 我们建议保持不超过市场权重的美国股票敞口，并倾向于优质公司，即那些拥有可靠的现金流生成、可持续且不断增长的股息、较低债务水平和强大管理团队的公

司。我们认为，今年迄今为止表现突出的七只大型科技股的估值似乎太高了，它们在标普 500 指数 11.7% 的涨幅中占据了大部分。我们青睐标普 500 等权重指数，而不是标普 500 市值加权指数，后者的科技股敞口大得多。

加拿大

■ 加拿大第二季度经济意外下滑，因为 GDP 较上一季度萎缩，这表明利率上升限制了经济活动。消费者支出增速为 2021 年第二季度以来的最低，住宅投资连续第五个季度下降。我们仍然意识到，加拿大央行紧缩政策的全面影响尚未在整个经济体中显现出来，由于家庭债务增加和住房对经济的巨大贡献，其经济对利率特别敏感。

■ 几家加拿大银行最近在提供未来信贷损失的准备金时提到了利率“长期高企”的风险。银行估值继续反映了这种不确定的环境，该类别的交易价格较其长期平均值

10 年期美国国债收益率飙升，而标普 500 指数股息收益率走低



地区股票观点

大幅折价, 并接近“非危机”谷底水平。尽管很难找出在信贷周期此时此刻估值应该改善的催化因素, 但我们认为具有长远眼光的收益导向型投资者能够找到机会。

■ 我们预计能源板块的表现将在很大程度上受到大宗商品价格的影响。我们将强调能源投资者能够在具有建设性的经济成果中通过股票回购和股息获得有意义的现金回报, 而企业可以通过强化资产负债表和我们认为合理的资本支出需求, 更好地应对更具挑战性的宏观背景。

欧洲大陆

■ 过去六个月, 欧洲股市明显落后于标普 500 指数, 因为该地区的相对经济势头急剧恶化。造成这种背景的主要原因是全球对欧洲制成品的需求疲软 (尤其是中国), 以及欧洲央行激进的加息周期。此外, 与其他地区相比, MSCI 欧洲 (英国除外) 指数的成长股敞口较低, 尤其是科技股, 近几个月来, 由于人们对人工智能的兴趣高涨, 成长股表现出色。

■ 在经历了一轮跑输表现之后, 我们认为, 无论是在历史背景下还是相对于美国股市, 欧洲股市的估值都特别有吸引力。即使考虑到行业风险敞口的差异, MSCI 欧洲 (英国除外) 指数的交易价格一直较标普 500 指数有一定折价。

■ 我们继续建议减持欧洲股票, 因为我们认为宏观经济和盈利势头疲软仍将阻碍该地区跑赢大市的能力。自春季以来, 经济动能已陷入停滞, 但这似乎并未充分反映在盈利预期中。鉴于经济环境更加疲软, 我们认为普遍盈利预测存在下调的风险。

■ 在这种背景下, 我们仍将保持选择性。对于有耐心的投资者来说, 在一些遭受严重抛售的行业板块中可能存在一些具有吸引力的机会, 如因中国敞口而遭受损失的奢侈品股。

英国

■ 今年英国股市的表现令人失望。鉴于富时全股指数防御板块 (例如医疗保健和消费必需品) 和价值板块 (例如金融和能源) 的敞口相对较大, 当成长股盛行时, 该指数往往会受到影响。此外, 鉴于该指数成分公司的大部分收入来自海外, 仲夏之前英镑兑美元升值是一个强大的逆风。英国股票估值似乎不高, 几乎每个板块的股票价格相对于历史水平的折价都异常高。

■ 前景可能正在改善。投资者希望英国央行近期暂停加息的决定可能成为积极的催化因素。由于暂停加息, 英镑走势疲弱, 从而缓解了股市面临的重要逆风。此外, 英国的蓝筹股指数富时 100 指数在价值股跑赢成长股时通常会跑赢大盘, 因为该指数偏向能源、采矿和银行等“旧经济”行业。这种动态最近一直起到支撑作用, 油价上涨有助于提振能源行业。

■ 因此, 我们将英国股票从减持上调至市场权重。我们承认国内经济前景充满挑战, 并对国内股票保持谨慎态度。但我们将对能源行业以及全球领先的多元化、优质企业的机会保持警惕, 这些企业的估值与在其他市场上市的国际同业相比仍存在明显的折价。

地区股票观点

英镑再次走弱 英镑 / 美元货币对



数据来源 — 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

亚太地区

■ 8 月，中国经济数据出现改善迹象。我们认为第四季度还有出台进一步刺激措施的空间，这可能有助于经济复苏。投资者可再关注几个月的宏观数据和企业盈利，以判断经济是否确实在改善。因此，我们认为中国股市短期内仍可能保持一定程度的波动。我们感觉到投资者情绪倾向于悲观，因此我们认为投资者采取更加悲观的立场并不合理。我们认为，中国半导体行业最近取得的进展可能有助于缓解对美国科技限制的一些担忧，这可能为股市企稳铺平道路。

■ 日本股市近期对日本尽早摆脱负利率前景的反应表明，势头依然健康。一些市场观察人士预计，日本央行将在 2024 年初进一步放松收益率曲线控制政策，并在 2024 年下半年提升负利率。我们继续看好日本股市，原因如下：通货紧缩时代似乎即将结束；企业不断提高股东回报；国内需求有望继续保持强劲势头；市场对中国股票作为替代投资的兴趣日益浓厚；由于解除了团体旅行禁令，中国游客将于 2023 年下半年回归；由于巴菲特最近披露了对五家日本公司的投资，市场对潜在价值的兴趣高涨；日本相对宽松的货币政策；外国资金流入增加；以及我们认为估值不高。

全球

固定收益



Thomas Garretson, CFA
美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

虽已入秋，但收益率不会下降

尽管全球各国央行表面上已达到加息周期的尾声（至少目前如此），但由于交易员降低了即将降息的预期，主权债券收益率继续大幅上升。

虽然美联储在第三季度（7月会议上）仅将隔夜政策利率提高了 25 个基点，达到 5.25%–5.50% 的水平，但基准 10 年期美国国债收益率当季上涨 70 个基点，达到 4.54% 的逾 15 年新高。

因此，推动收益率走高的并不是加息，而是降息前景减弱。去年夏天的某个时候，市场已经预计到明年底美联储会将利率降至 3.75%。由于政策制定者承诺在更长时间内维持较高利率，以将通胀率降至 2.0% 的目标，这一预期已升至近 4.75%。

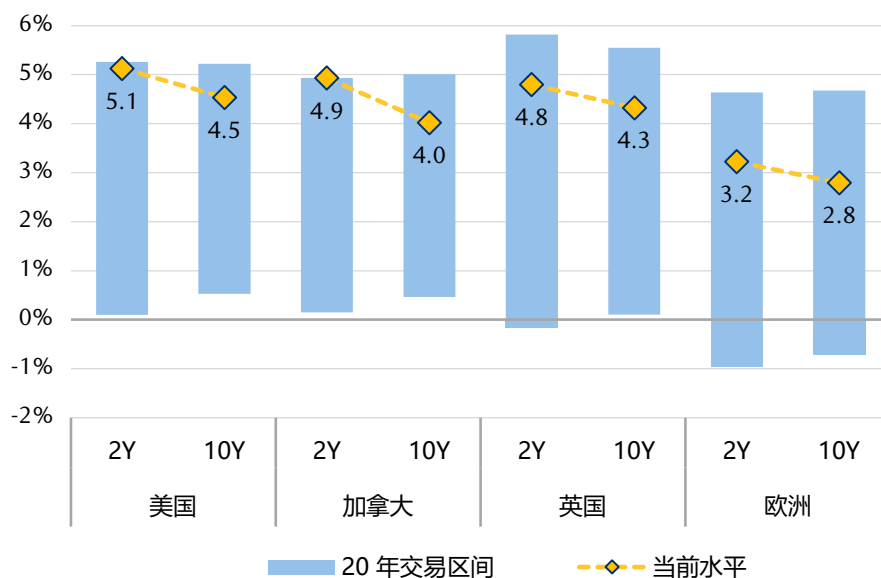
固定收益观点

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

全球的情况比较类似。尽管预期的经济衰退似乎已被推迟，但风险尚未完全消散。各国央行已经接受的一种观点是，在较长一段时间内将利率维持在较高水平是首选策略，而不是在可能出现意外情况之前继续加息。

很多地区的主权债券收益率处于或接近 20 年高点



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；欧洲以德国主权债券收益率为代表；
数据截至 2023 年 9 月 25 日

全球固定收益

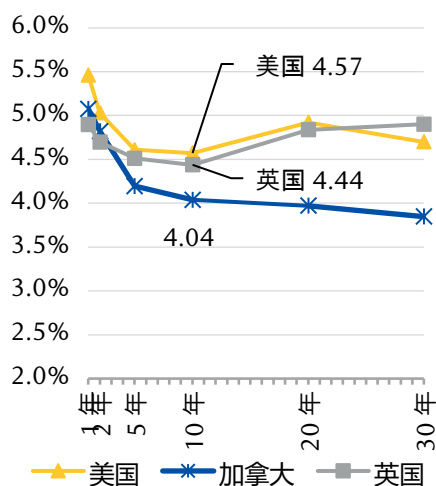
收益率上升（导致债券价格走低）继续对债券市场表现构成压力。彭博美国综合债券指数的回报率再次转负，今年迄今已下跌 1.0%，而彭博全球综合债券指数下跌 3.0%。

但我们认为，由于从历史来看大多数地区的全球主权收益率处于具有吸引力的水平，并且加息即将结束，固定收益投资者的风险回报情况再好不过。例如，虽然今年美国国债表现仍然为负，但 10 年期美国国债收益率势必在明年升至 5.2%，价

格下跌才能完全抵消在此期间赚取的票息。或者，如果 10 年期美国国债收益率回落至 4.0% 以下，在这种情景下，票息和债券价格上涨相结合将为美国投资者带来近 10% 的回报，全球也可能出现类似的情况。

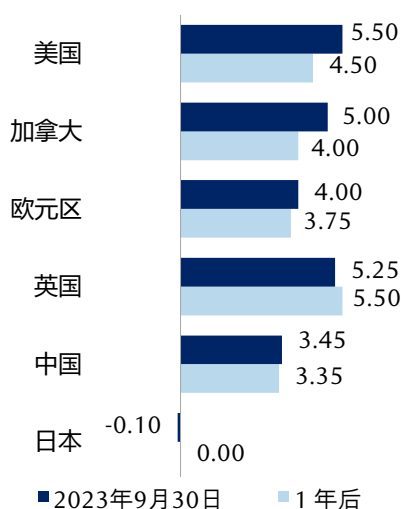
在央行利率达到峰值的现阶段以及第四季度经济担忧可能卷土重来的情况下，相对于公司债券，我们现在对主权债券表现保持更乐观的展望。

主权债券收益率曲线



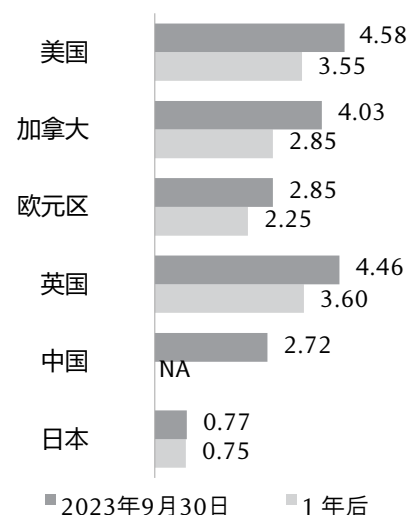
资料来源 - 彭博社；数据截至 2023 年 9 月 30 日

央行利率 (%)



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

10 年期利率 (%)



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

地区固定收益观点

Thomas Garretson, CFA

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

Luis Castillo

加拿大多伦多
luis.castillo@rbc.com

Rufaro Chiriseri, CFA

英国伦敦
rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡
shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling

新加坡
kennard.ling@rbc.com

美国

■ 表面上美联储的加息周期已经结束，但政策制定者对于年底前是否会再次加息到 5.50% 至 5.75% 的目标区间存在本质分歧。当然，通胀的走势将决定美联储的决定。目前的市场定价显示，到 11 月，消费者价格指数同比跌幅将低于 3%，这将是 2021 年 3 月以来的最低水平。最终，我们认为美联储将在今年年内维持利率稳定。

■ 第三季度基准 10 年期美国国债收益率高达 4.51%，创下 2007 年 5.32% 峰值以来的最高水平。由于美联储的目标是到 2024 年将政策利率维持在 5.00% 以上，我们认为 10 年期收益率也有可能突破该水平，但这不是我们的基准情景。由于美国国债收益率持续上升，与收益率走势相反的债券价格继续下跌。因此，美国国债似乎可能又为投资者带来下跌的一年。

■ 由于美国经济复苏，衰退风险逐渐消退，信用债市场重新定价，违约前景更为温和。信用利差（衡量潜在违约风险相对于可比

美国国债收益率的收益率补偿）已降至投资级企业债券仅 +1.2%（总指数收益率为 6.0%），投机级债券为 +3.8%（总指数收益率为 8.7%）。相对于 2024 年经济衰退的可能性依然处于高位来说，这样的收益率水平处于历史低位。虽然总收益率从历史来看具有吸引力，但我们对这两个领域仍保持谨慎态度。

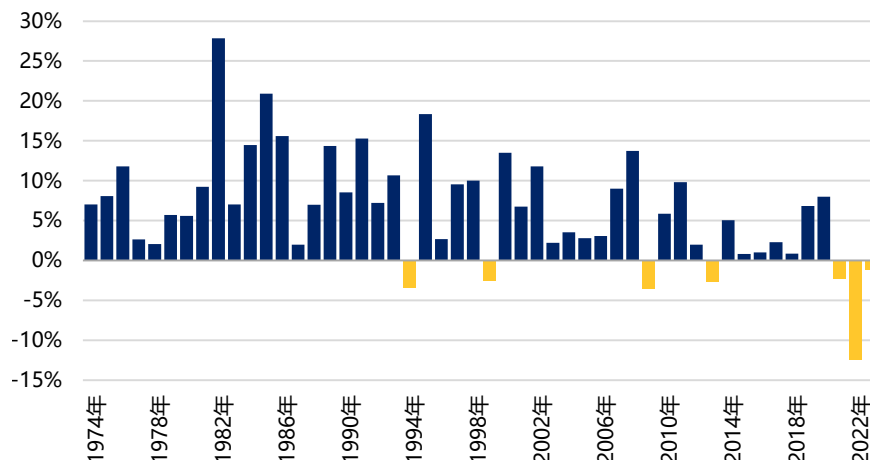
加拿大

■ 第三季度加拿大利率保持上行趋势，不同到期期限的加拿大政府债券收益率上涨 30 至 60 个基点。尽管加拿大央行自 20 世纪 80 年代以来最激进的加息行动可能已经进入最后阶段，但我们认为降息前景仍很遥远。实际上，加拿大央行表示将继续致力于对抗通胀，且对超预期上行的耐心有限，从而为必要时进一步加息敞开了大门。

■ 继 2022 年中期见顶并大幅下降后，加拿大整体通胀在第三季度再次加速，在能源价格大幅上涨的背景下，8 月同比增

由于收益率上升推低债券价格，美国国债料将连续第三年出现负回报

彭博美国国债总回报指数



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博美国国债指数；截至 2023 年 9 月 29 日，2023 年迄今的回报率为 -1.2%

地区固定收益观点

长 4.0%。不断增长的价格压力不仅限于能源类别，因为关键的核心通胀指标，或剔除历来波动较大的食品和能源类别的指标，其运行率仍为疫前水平的近两倍。同时，工资增长继续以高于目标通胀的速度攀升。

■ 尽管利率“长期高企”的说法在市场参与者中越来越受欢迎，导致企业的再融资环境更加困难，但投资者针对企业债券违约风险所要求的收益率补偿却持续缩水。我们确实预计短期内会出现一定程度的负面重新定价，因此将继续在更优质（即投资级）类别中获取企业信用债敞口。尽管如此，我们认为从历史角度来看，债券收益率具有广泛的吸引力，较高的起始收益率为进一步加息提供了一定的缓冲。

欧洲大陆

■ 此时可能是欧洲央行加息周期的结束。我们预计存款利率将维持在 4%，而市场目前仅预期今年年内累计加息 5 个基点。

■ 根据 9 月欧洲央行工作人员的预测，“预计 2023 年第三季度经济增长将停滞不前，第四季度依然低迷。”我们认为欧洲央行现在认为当前利率符合其通胀目标。欧洲央行下调了 2025 年的通胀预期，并表示“利率已达到能够在足够长的时间内维持的水平，将为通胀及时回归目标做出重大贡献。”然而，欧洲央行投票成员对于这是否标志着利率“平稳”未置可否。我们认为，对欧洲央行而言，维持加息的可选择性比较务实，因为通胀数据出现意外上行的风险依然存在。

■ 由于收益率接近峰值水平，我们认为政府债券的机会具有吸引力。目前的市场定

价表明经济出现“软着陆”情景，但由于我们预计增长将令人失望，我们倾向于增加主权债券头寸和久期。

■ 今年以来，企业债券利差有所收紧，但我们不愿追涨，因为较高的融资成本正在损害企业基本面。我们仍保持谨慎态度，维持对欧洲信用债的减持立场，并且相对于高收益信用债，我们更青睐投资级信用债。

英国

■ 我们的基准情景是英国央行将银行利率维持在 5.25%，这是本次加息周期的终值利率。未来的通胀数据可能会给这种观点带来风险。根据英国央行最新指引，如果“通胀压力更持久”，可能需要进一步加息。加拿大皇家银行资本市场预计到年底时通胀率将达到 4.9%。数据走高可能会迫使英国央行采取行动，而由于通胀目前仍远低于 2% 的目标，我们预计明年之前不会降息。

■ 央行通过量化紧缩 (QT) 加快了资产负债表缩减步伐，从 800 亿英镑削减至 1,000 亿英镑。1,000 亿英镑的总额主要是到期英国国债增加，其余部分来自未来 12 个月的英国国债销售。长期英国国债供应量的增加已得到明显体现，而且收益率也呈走高趋势。鉴于近期反弹，我们对英国国债保持中性立场，并且我们认为 8 月的峰值水平是增加配置具吸引力的切入点。

■ 与欧洲类似，由于融资条件收紧，企业基本面已经恶化。此外，由于英国央行在量化紧缩过程中没有进一步积极出售企业债券，利差已经收窄。虽然收益率接近五年高点，但当前利差中存在的风险补偿处

地区固定收益观点

于历史平均水平。因此，我们倾向于减持信用债，因为我们认为英镑企业债券利差还有进一步扩大的空间，这可能导致表现不佳。

亚太地区

■ 自今年年初以来，新兴市场债券基金一直在经历资金外流。然而，亚洲信用债的表现仍然受到多种因素的良好支撑，包括亚洲相对于发达市场更好的宏观背景、新债券供应短缺、美国国债收益率上升导致票面利率上升以及投资者需求强劲。

■ 中国房地产行业仍然面临压力，2023 年 8 月中国主要开发商的房地产销售额同比下降了 40%。虽然中国政策制定者推出

了一系列重振房地产行业的措施，包括降低关键利率和放宽某些城市首次购房者的购房要求，这令人鼓舞，但我们认为需要更多的资金支持措施，在任何销售反弹被认为是可持续的之前，帮助资金短缺的开发商。尽管如此，我们认为，其他亚洲债券的蔓延风险正在减弱，因为中国房地产债券的规模大幅缩小，大部分下行风险已被消化。

■ 我们将在财务状况良好的优质亚洲投资级企业发行人中建立核心头寸，以帮助缓冲市场波动。我们仍对高收益企业债券发行人保持谨慎态度，这些公司短期内可能继续面临更高的再融资成本。

美国经济衰退 记分卡

风平浪静

由于一些数据尚未公布, 过去一个月没有发生足够的变化, 因此需要调整记分卡上七个美国衰退指标的定位。

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, 经济衰退早在刚刚过去的夏天就开始了。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。**

其中三个指标位于“警告”黄色栏中, 而另外两个指标仍为绿色, 继续表明经济扩张还有进一步的空间。

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, 并于 6 月见顶。**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。然而, 虽然收益率曲线“倒挂”与经济衰退开始之间的平均时间间隔为 11 个月, 但在四个例子中, 这一时间间隔比平均时间更长。

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级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溢价。此外, 在最近的调查中, 绝大多数受访银行表示下半年情况将继续紧张, 甚至进一步收紧。

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

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。此后它已经缩小了三分之一以上, 仅为 98 个基点, 强烈表明“去倒挂”时期可能已经开始。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 14 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, 上个月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 8 月, 该指数已连续 17 个月下跌, 深陷负值区域。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 9 月有所回落。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

美国经济衰退记分卡

任何走势都会使该指标的平滑趋势走高, 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。这一数字在 2022 年第四季度和今年第一季度均有所下降, 然后在第二季度小幅上升, 并且仍远高于负交叉点。由于第三季度的数据要到 12 月才会发布, 因此该数据的报告有很长的滞后时间。

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 4.50%。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 增长已进一步放缓, 差距将进一步扩大。

时钟仍在滴答作响

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, 美国将在第四季度陷入衰退的可能性越来越大。

大宗商品

Richard Tan, CFA

加拿大多伦多

richard.tan@rbc.com

大宗商品预测

大宗商品	2023 年 预估	2024 年 预估
原油 (WTI 美元/桶)	\$79.25	\$86.50
天然气 (美元/百万英 热单位)	\$2.51	\$3.50
黄金 (美元/盎司)	\$1,921	\$1,960
铜 (美元/磅)	\$3.90	\$4.00
大豆 (美元/蒲)	\$13.00	\$12.45
小麦 (美元/蒲式耳)	\$6.71	\$6.40

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场预测 (石油、天然气、黄金和铜)、彭博普遍预测 (大豆和小麦); 数据截至 2023 年 9 月 20 日

图表来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社; 数据期间 2022 年 4 月 8 日 - 2023 年 9 月 14 日

原油：反弹

在精炼产品需求强劲的推动下，夏季实物库存收紧。再加上欧佩克 + 计划减产以及强于预期的中国进口，导致全球油价从今年迄今的低点反弹至新的年度高点。展望未来，加拿大皇家银行资本市场大宗商品策略师认为，到年底市场仍将面临供应短缺，并预测 2024 年年均价为 86.50 美元 / 桶。



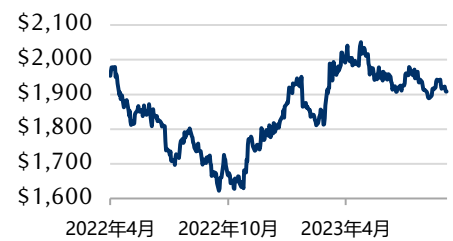
天然气：减弱

由于产量增长、储存水平高于平均水平以及需求减弱，今年迄今为止，天然气价格仍处于大幅下跌状态。因此，我们认为，在价格回升之前，库存可能必须恢复正常。就这一点而言，美国今年上半年的出口量创历史新高，这应该有助于消除平衡。



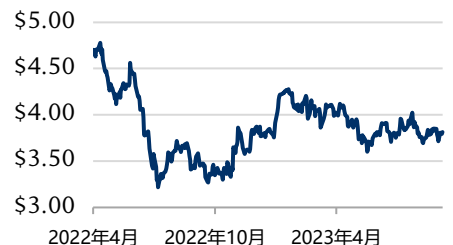
黄金：过剩

虽然经济增长放缓通常被黄金投资者视为顺风，但我们认为全球供应增加和需求减弱难以忽视。加拿大皇家银行资本市场表示，珠宝首饰和央行购买量同比下降是罪魁祸首。展望 2024 年，价格上涨的关键催化因素可能会是宽松的货币政策。



铜：较为疲软

尽管经济前景放缓，但今年迄今为止铜价仍相对平稳。然而，加拿大皇家银行资本市场估计，新矿山将在 2024 年扩产，这反过来将加剧全球供应过剩。总之，需求疲软和供应增加可能会给近期上行带来压力。我们认为，从长远来看，铜价可能需要中国经济重新加速才能上涨。



大豆：压力

美国农业部预计 2023/24 产季全球产量和期末库存将上升。因此，我们认为大豆价格面临下行压力。中国也约占全球进口量的 60%，因此我们认为经济增长重新加速将是大豆价格上涨的关键催化因素。



小麦：紧张

虽然小麦价格接近 18 个月区间的下限，但我们认为全球平衡趋紧可能成为中期价格上涨的催化因素。美国农业部在调查 2023/24 产季时认为，全球需求将保持弹性，但预计供应量将同比下降。反过来，期末库存预计将达到 2015/16 产季以来的最低水平。



货币

Nicolas Wong, CFA

新加坡

nicolas.wong@rbc.com

货币预测

货币对	当前汇率	预测 2024 年 9 月	变化幅度
主要货币			
美元指数	104.90	107.41	2%
加元 / 美元	0.74	0.74	0%
美元 / 加元	1.35	1.35	0%
欧元 / 美元	1.06	1.05	-1%
英镑 / 美元	1.22	1.15	-6%
美元 / 瑞郎	0.91	0.89	-2%
美元 / 日元	149.00	150.0	1%
澳元 / 美元	0.64	0.61	-5%
新西兰元 / 美元	0.60	0.57	-4%
欧元 / 日元	158.00	149.0	-6%
欧元 / 英镑	0.87	0.90	3%
欧元 / 瑞郎	0.97	0.95	-2%
新兴市场货币			
美元 / 人民币	7.31	7.40	1%
美元 / 印度卢比	83.20	83.30	0%
美元 / 新加坡元	1.37	1.36	-1%

变化幅度以货币对报价中的第一货币的隐含升值或贬值幅度表达。

数据来源 - 加拿大皇家银行资本市场预测、彭博社

美元：2024 年上半年继续走强

美元指数 (DXY) 在 7 月跌破 100 点，之后在 9 月鹰派美联储会议后反弹 6%。当时的会议强化了“长期高企”的说法，并上调了 2024 年和 2025 年的中值利率预测。在经济数据表现出色以及美国相对于全球其他国家的收益率优势的推动下，我们预计美元强势将持续到 2024 年上半年。

欧元：受经济数据疲软拖累

尽管欧洲央行决定加息 25 个基点，但在 9 月会议上采取了明显的鸽派基调，并宣布在第三季度一系列疲软的经济数据后下调增长预测。欧元 / 美元在 7 月触及 1.1275 附近的高点后，目前接近 1.05。我们预计该货币对将继续走低，加拿大皇家银行资本市场的目标汇率是 2024 年第二季度为 1.02。

加元：受油价飙升支撑

受原油价格飙升的推动，加元成为第三季度表现最好的十国集团货币之一，美元兑加元在 7 月触及近 1.37 后回到 1.35 附

近。在 9 月将利率维持在 5% 不变后，加拿大皇家银行资本市场预计加拿大央行将在 2023 年全年维持利率不变，并预测 2024 年上半年美元兑加元汇率为 1.39，倾向于美元普遍走强。

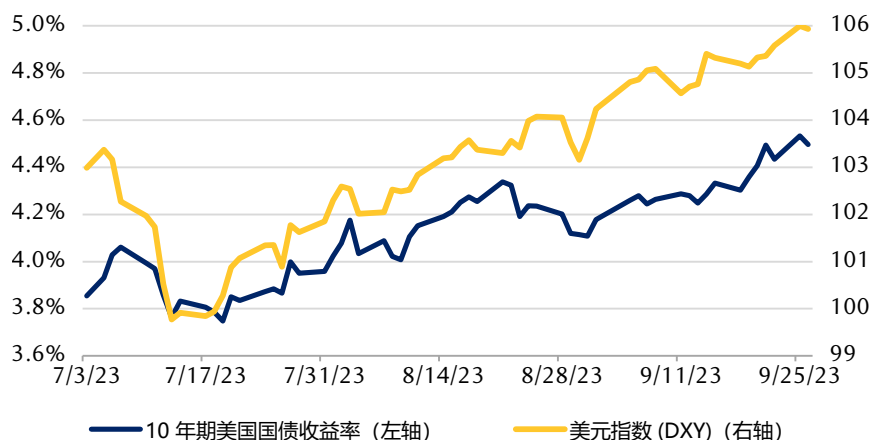
英镑：英国央行 9 月维持利率不变

自 7 月以来，英镑兑美元汇率已下跌超过 7%，采购经理人指数调查的迅速恶化是英国央行在 9 月会议上维持利率不变的关键因素，这一决定令市场感到意外。我们预计英镑 / 美元的下一个支撑位为 1.20，并且我们预计该货币对将继续承受英国经济基本面疲软的压力。

日元：美元 / 日元最高升至 154

尽管日本央行官员口头干预以支撑日元，但美元 / 日元在美国和日本利差的推动下继续走高。由于该货币对目前略低于 150，加拿大皇家银行资本市场将其峰值预测从 2023 年第四季度的 150 上调至 2024 年上半年的 154。

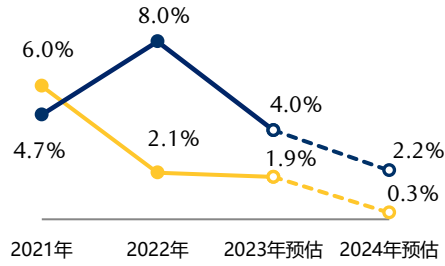
在 10 年期美国国债收益率升至 2007 年以来最高的水平的推动下，美元指数在 7 月大幅下跌后已反弹逾 6%



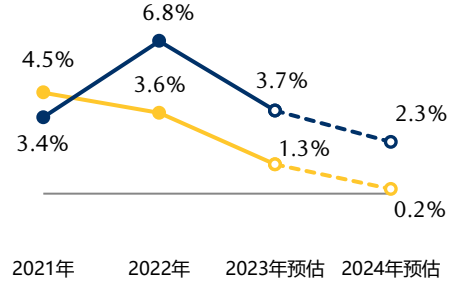
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 9 月 26 日

主要 预测

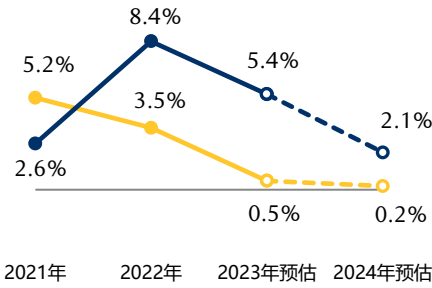
美国



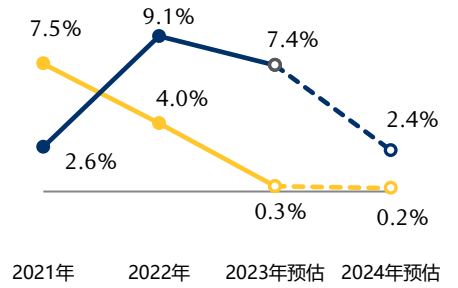
加拿大



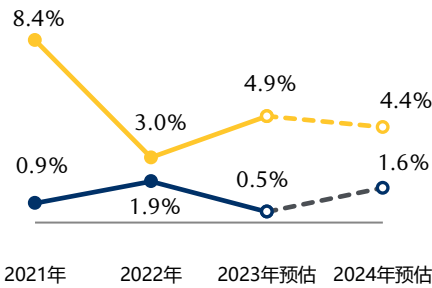
欧元区



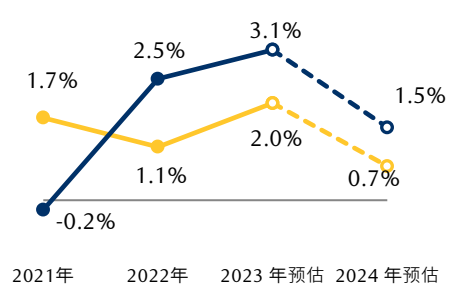
英国



中国



日本



—●— 实际 GDP 增长率

—●— 通胀率

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、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理、彭博社普遍预测

市场行情

数据截至 2023 年 9 月 30 日

股票

9 月全球大部分股票市场均遭遇抛售, 其中纳斯达克指数和罗素 2000 指数的股票承受了大部分抛售压力。

债券收益率

9 月, 主权债券收益率走高, 但 2 年期英国国债收益率除外, 该收益率月底下跌约 25 个基点。

大宗商品

9 月全球大宗商品价格涨跌互现。黄金和白银大幅抛售, 月末分别下跌 4.7% 和 9.3%。

货币

美元兑大多数主要货币上涨, 截至 9 月上涨 2.5%。

除巴西 Ibovespa 指数外, 股票回报不包括股息。以当地货币计价的股票业绩及债券收益。美元指数衡量美元与六个主要货币的汇价。货币汇率反映市场惯例(加元兑美元除外)。按照每对货币中的第一种货币计算货币回报。

解读货币数据的方法示例: 加元/美元为 0.73, 表示 1 加元可兑换 0.73 美元。加元兑美元的回报 1.9%, 表示加元兑美元在过去十二个月中上涨 1.9%。美元兑日元为 149.37, 表示 1 美元可购买 149.37 日元。美元兑日元的回报 3.2%, 表示美元兑日元在过去 12 个月中上涨 3.2%。

资料来源·加拿大皇家银行财富管理、加拿大皇家银行资本市场、彭博社; 数据截至 2023 年 9 月 30 日。

指数 (当地货币)	价位	1 个月	年初至今	12 个月
标普 500 指数	4,288.05	-4.9%	11.7%	19.6%
道琼斯工业平均指数	33,507.50	-3.5%	1.1%	16.6%
纳斯达克指数	13,219.32	-5.8%	26.3%	25.0%
罗素 2000 指数	1,785.10	-6.0%	1.4%	7.2%
标普 / 多伦多证交所综合指数	19,541.27	-3.7%	0.8%	5.9%
富时全股指数	4,127.24	1.7%	1.3%	9.7%
欧洲斯托克 600 指数	450.22	-1.7%	6.0%	16.1%
欧洲斯托克 50 指数	4,174.66	-2.8%	10.0%	25.8%
恒生指数	17,809.66	-3.1%	-10.0%	3.4%
上证综指	3,110.48	-0.3%	0.7%	2.8%
日经 225 指数	31,857.62	-2.3%	22.1%	22.8%
印度 Sensex 指数	65,828.41	1.5%	8.2%	14.6%
新加坡海峡时报指数	3,217.41	-0.5%	-1.0%	2.8%
巴西 Ibovespa 指数	116,565.17	0.7%	6.2%	5.9%
墨西哥 Bolsa IPC 指数	50,874.98	-4.0%	5.0%	14.0%

债券收益率	9/29/23	8/31/23	9/30/22	12 个月变化幅度
美国 2 年期国债	5.044%	4.863%	4.279%	0.76%
美国 10 年期国债	4.571%	4.108%	3.829%	0.74%
加拿大 2 年期	4.873%	4.645%	3.791%	1.08%
加拿大 10 年期	4.026%	3.564%	3.173%	0.85%
英国 2 年期	4.904%	5.149%	4.232%	0.67%
英国 10 年期	4.437%	4.360%	4.093%	0.34%
德国 2 年期	3.203%	2.978%	1.759%	1.44%
德国 10 年期	2.839%	2.466%	2.108%	0.73%

大宗商品 (美元)	价格	1 个月	年初至今	12 个月
黄金 (现货美元 / 盎司)	1,848.63	-4.7%	1.3%	11.3%
白银 (现货美元 / 盎司)	22.18	-9.3%	-7.4%	16.6%
铜 (美元 / 吨)	8,212.50	-2.3%	-1.8%	6.9%
原油 (WTI 现货 / 桶)	90.79	8.6%	13.1%	14.2%
原油 (布伦特现货 / 桶)	95.31	9.7%	10.9%	8.4%
天然气 (美元 / 百万英热单位)	2.93	5.8%	-34.5%	-56.7%
农产品指数	385.87	-3.6%	-18.0%	-19.4%

货币	汇率	1 个月	年初至今	12 个月
美元指数	106.1740	2.5%	2.6%	-5.3%
加元 / 美元	0.7365	-0.5%	-0.2%	1.9%
美元 / 加元	1.3577	0.5%	0.2%	-1.8%
欧元 / 美元	1.0573	-2.5%	-1.2%	7.9%
英镑 / 美元	1.2199	-3.7%	1.0%	9.2%
澳元 / 美元	0.6435	-0.8%	-5.5%	0.5%
美元 / 日元	149.3700	2.6%	13.9%	3.2%
欧元 / 日元	157.9500	0.1%	12.5%	11.3%
欧元 / 英镑	0.8666	1.3%	-2.1%	-1.2%
欧元 / 瑞郎	0.9676	1.0%	-2.2%	0.0%
美元 / 新加坡元	1.3662	1.1%	2.0%	-4.8%
美元 / 人民币	7.2980	0.5%	5.8%	2.6%
美元 / 墨西哥比索	17.4227	2.3%	-10.7%	-13.5%
美元 / 巴西雷亚尔	5.0341	1.6%	-4.7%	-7.0%

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

Luis Castillo – 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

Jasmine Duan – 加拿大皇家银行香港分行投资策略师

Nicholas Gwee, CFA – 加拿大皇家银行新加坡分行投资组合策略师

Kennard Ling – 加拿大皇家银行新加坡分行固定收益专家

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 – 加拿大皇家银行新加坡分行亚洲外汇主管

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 (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。如要查阅现有披露事项, 客户应参阅

[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), 以检视有关加皇财富管理及其附属公司的披露资料。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 9 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]	820	55.97	250	30.49
持有 [持平板块]	590	40.27	148	25.08
卖出 [逊于板块]	55	3.75	5	9.09

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。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 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分析建议，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。如果需要其他信息，欢迎向我们索取。

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。对于任何接受本报告、不是注册经纪人 / 经销人的美国人或以经纪人或经销人身份经营的银行，如果希望获得本报告中讨论的任何证券的进一步信息或进行任何交易，请与加拿大皇家银行资本市场有限责任公司联系和订阅资料。国际投资涉及美国投资通常不会牵涉到的风险，包含汇率波动、国际税赋、政治不稳定性与不同的会计标准等。

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。

致从加拿大皇家银行香港分行收到此信息的人士：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非《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“专业投资者”的投资者分发。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。以往的业绩不能

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。

致从加拿大皇家银行新加坡分行收到此信息的人士：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。本出版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。该出版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。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。

© 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