

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

全球投资组合顾问委员会的观点

2024年2月



有关投资风格的问题

(传统)“价值型”之死

我们认为，投资者如果愿意扩展其传统投资方法，将“财务外”因素纳入其中，长远而言将会获得超额回报。

Kyle Bergacker (特许财务分析师) | 第 4 页

2023 年增长股重获投资者青睐

2022 年增长股让人心碎，而 2023 年增长型投资风格又再登上榜首。这轮反弹能否持续？

Lindsay Strickland | 第 9 页

本期其他内容



全球股票
新高，风险更高



全球固定收益
入市时机并非最重要

制作：东岸时间 2024 年 2 月 6 日上午 10:14；刊出：东岸时间 2024 年 2 月 7 日上午 11:00

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 20 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任何其他联邦政府机构的保险，也不是银行或任何银行附属机构的存款或其他债务，或由银行或任何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。

目录

4 每月焦点：（传统）“价值型”之死

经典投资思想认为，增长是价值的重要组成部分。如果增长缓慢或没有增长会怎样？价值还能发挥作用吗？我们认为，在本世纪的大部分时间里，价值作为一种投资因素并没有像过去那样发挥作用，而将非传统的、“财务外”因素纳入投资组合策略，可以提高潜在的上升空间。

9 每月焦点：2023 年增长股重获投资者青睐

2022 年增长股让人心碎，但 2023 年增长型投资风格（以罗素 1000 增长股指数为代表）再次位居榜首，上涨约 41%。但前一年，该指数与大多数其他投资规模和风格的股票相比，则排名最后（下跌约 30%）。本轮反弹能否持续？

14 全球股票：新高，风险更高

股市，或至少是标普 500 指数，经过两年的等待，再次攀上新高。我们认为，未来还会有更多新高，波动也会更大。

16 全球固定收益：入市时机并非最重要

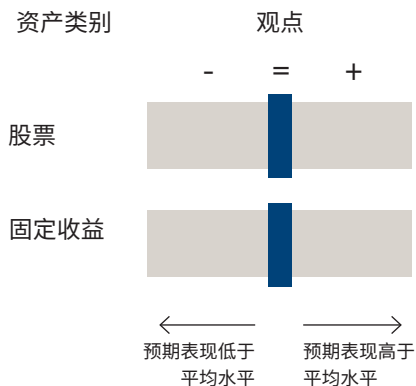
今年全球固定收益市场波动仍高，因为活跃投资者正试图解读各国央行将有什么措施。我们认为，投资者不应关注潜在减息的时机，而应考虑利率最终会下降到什么程度。

市场方面

- 3 RBC 的投资立场
- 14 全球股票
- 16 全球固定收益
- 18 主要预测

RBC 的投资 立场

全球资产类别观点



(+/-)代表全球投资组合顾问委员会在 12 个月投资期限内的观点。

+ 看好 意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能高于平均水平。

= 中性 意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能维持平均水平。

- 看淡 意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源——RBC 财富管理

股票

- 我们仍建议在平衡的全球投资组合中以市场比重投资股票，因为技术指标有足够的说服力，显示有可能出现更多上行机会。此外，在美国经济保持韧性的同时，通胀进一步下降可能会促使美联储降息。这种软着陆是有可能的，尽管还不确定。足够可靠的领先指标显示，目前经济衰退的可能性仍然存在。鉴于市场目前认为经济衰退的可能性较低，如果经济增长减弱或通胀回升，都可能使市场进入紧缩时期。
- 我们的首选市场仍然是日本，那里的长期变化，包括通胀回升和当局推动改善公司治理，正在结合起来解除市场长期存在的估值折让。

固定收益

- 2024 年伊始，全球收益率波动较大，彭博全球综合债券指数的平均收益率最高为 3.75%，最低为 3.50%，1 月底为 3.6%。随着全球通胀环境迅速改善，各国央行为最终降息采取各种措施，活跃投资者试图判断今年货币政策宽松的时机和程度。虽然收益率从 2023 年底的高点大幅回落，但仍远高于过去 20 年的平均水平，我们认为这仍是一个相对有吸引力的入市点。不过，我们会在短期内保持谨慎，因为，目前市场上的降息预期显得过于激进。
- 我们仍然维持美国固定收益的市场比重，收益率仍高于数十年的平均水平。虽然美国的经济风险已经消退，但全球经济衰退的风险仍然很高，债券估值仍然很高。因此，我们大体上继续看淡公司债券，并略微偏向政府债券。

每月
焦点



Kyle Bergacker
特许财务分析师
美国明尼阿波利斯
kyle.bergacker@rbc.com

(传统) “价值型” 之死

经典投资思想认为，增长是价值的重要组成部分。如果增长缓慢或没有增长会怎样？价值还能发挥作用吗？我们认为，在本世纪的大部分时间里，价值作为一种投资因素并没有像过去那样发挥作用，而将非传统的、“财务外”因素纳入投资组合策略，可以提高潜在的上升空间。

要点

- 没有增长力的“价值型”是没有用的。
- 传统价值型公司如果能抓住和留住人才，并采用科技解决方案，最有可能在未来几年内实现盈利的大幅增长。增长再现将有助于重新唤醒“动物本能”，推高市盈率倍数，从而提升该资产组别的回报。
- 投资者如果愿意扩展其传统投资方法，把促进增长所需的“财务外”因素纳入其中，长远而言将会获得超额回报。

什么是“价值型”？

Benjamin Graham 在其开创性著作《证券分析》和《聪明的投资者：价值型投资宝典》中播下了传统价值型投资的种子。该两书分别于 1934 年和 1949 年出版。Graham 的著作是现代投资分析的基石，该书将投资话题从“投机”——1929 年股市崩盘前的一般做法——转变为“内在价值”投资，即根据盈利、资产、负债和现金流等计算出的企业“实际”价值。

Graham 的“内在价值”观点认为，在短期非理性市场交易的股票，其价格可能高于或低于企业的实际价值。公司在市场上的价格与基于公司长期基本面的应有价格之间的这种错位，意味着一个谨慎的投资者应该在市场价格低于内在价值时买入，在市场价格高于内在价值时卖出。

在 Graham 的研究基础上，Eugene Fama 和 Kenneth French 于 1992 年建立了三因素模型，除了 Graham 等人在上一代开创的市场预期外，还引入了“规模”和“价值”作为投资因素。他们围绕这些额外投资因素所做的研究强调 Graham 的基本理论，即市场在短期内可能是非理性的，但长期来看是有效的。这意味着投资者应该：

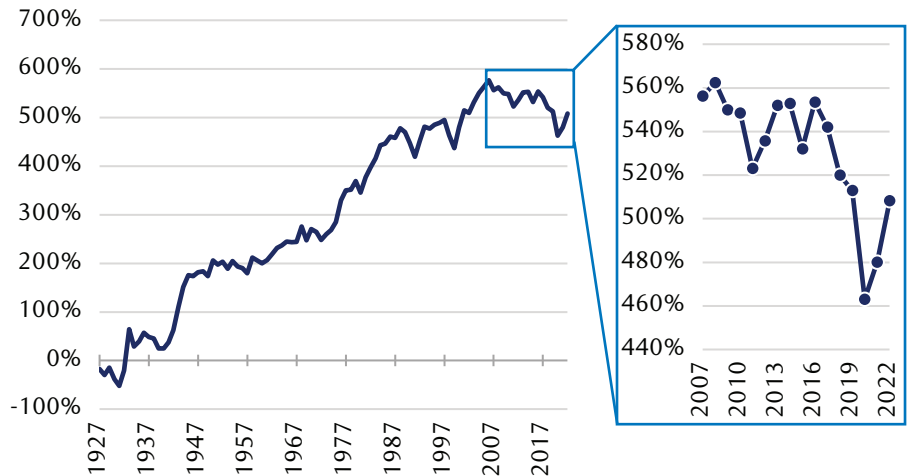
(传统) “价值型” 之死

- 购买并持有被低估的股票，同时让市场价格逐渐上涨以达到内在价格，以及
- 卖出或避开高估的股票，同时让市场价格逐渐下跌以达到内在价格。

由此产生的策略——选择“价值”而非“增长”——在过去 100 年里取得巨大成功，但自 2007 年以来则持续表现疲弱。

1927-2022 年价值因素累计回报率

Fama-French 三因素模型高减低账面价格因素



资料来源——Ken French, RBC 财富管理

没有增长，“价值型”有用吗？

简而言之，没有。巴菲特是 Benjamin Graham 在哥伦比亚商学院任教时的学生，他对此有最精辟的描述：“增长股和价值股并不像华尔街通常所描述的那样，是两种截然不同的资产类别。增长是价值型投资的一部分。”

如果这话属实，我们怎样才能看到事实真的如此，以及如果增长缓慢或没有增长，会出现什么情况？

我们可以利用指数回报及分解这些回报，更好地了解价值型和增长型回报的基本成份，以及为什么价值型因素在近 20 年来一直不如增长型因素有效。为了说明这一点，我们将研究回报的关键驱动因素，包括：

- 每股收益率和市盈率（价格上升的驱动因素），以及
- 股息收益率和再投资，以提供对股东总回报的看法。

为了进行比较，我们使用罗素 1000 价值股指数（价值股指数），以及和罗素 1000 增长股指数（增长股指数）。

我们先看看两个关键时期。第一个时期是从 1995 年到 2006 年，在此期间，“价值”一如既往发挥作用；我们称之为“传统价值”期。第二个时期是从

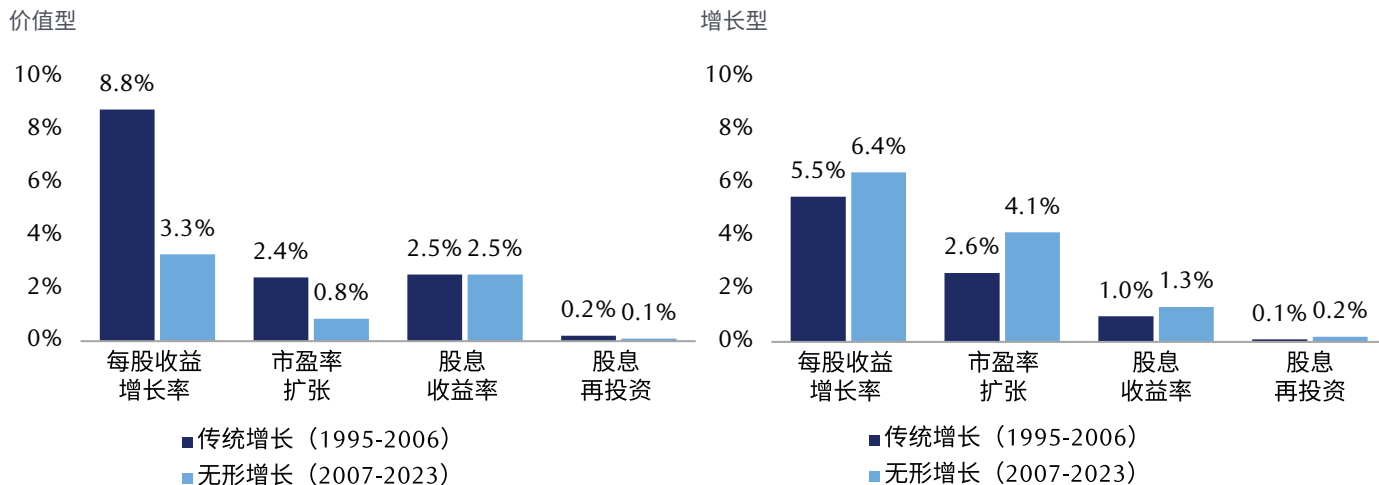
(传统) “价值型” 之死

2007 年到 2023 年，“价值”作为一个因素似乎不再像以往般发挥作用；我们称之为“无形价值”期。

让我们看看每个指数和每个时期的股东总回报数据。

第一个观察结果是，“无形价值”显然存在增长问题……具体而言，就是缺乏增长。

价值型和增长型回报率的组成部分：股东总回报分解



资料来源——RBC 财富管理, 彭博

在左图中，我们可以看到“价值股指数”的每股收益率在 1995-2006 年期间增长非常强劲，每年增长 8.8%。这种持续的优势令投资者愿意为每一元的当前收益支付更高的价格（即推高市盈率，或有时称为“动物本能”），使本已不错的回报每年再增加 2.4%。但接下来的 2007-2023 年期间，每股收益率的增长明显放缓，每年仅为 3.3%。投资者对“价值股指数”的热情冷却，估值扩大带来的回报率骤跌三分之二至仅为 0.8%。

但右边的图表显示“增长股指数”截然不同的结果。在 1995-2006 年期间，每股收益率只有温和的增长，到 2007-2023 年期间则加速增长达到 6.4%；同期，价值股每股收益率却下跌近三分之二。投资者的“动物本能”被唤醒，他们一窝蜂涌往每股收益率优异的增长股，在这一过程中，市盈率扩大带来的额外回报在 16 年间以每年 4.1% 的复合增长率大幅增加。

发生了什么事？

“传统价值型”不仅在 1995-2006 年期间，而且在整个 20 世纪似乎都受益于运营管理方式的出现和发展（即大规模生产、6 西格玛、及时制、“改善法”——日本的持续改进理念等）。流程的改进，以及在实体经济中大规模制造实际商品的基本技术和自动化的引入，有力地解释了传统价值型公司受益长达一个世纪的盈利助力。

(传统) “价值型” 之死

在 2007 年至 2023 年的“无形增长”期间，盈利的扩大在很大程度上是由于颠覆性科技的兴起和利用，这些科技——互联网、流动宽频、Wi-Fi、笔记型电脑、社交媒体、智能手机、即时支付、智慧设备、云端软件服务等——在 2000 年代初出现了巨大的变化和采用。藉着这种先发优势和技术上的根本性改进，包括财务和“财务外”因素，如人力和社会资本管理以及前所未有的业务模式和创新，提升了业务效率。

技术整合产生了强大无形资产和业务效率，并转化为持续的盈利增长。这使得投资者将这两个时期的无形增长倍数从指数年度价格升幅的 2.6% 提高到 4.1%，并预期未来还会有更多的增长。

那么，“价值型”已死吗？

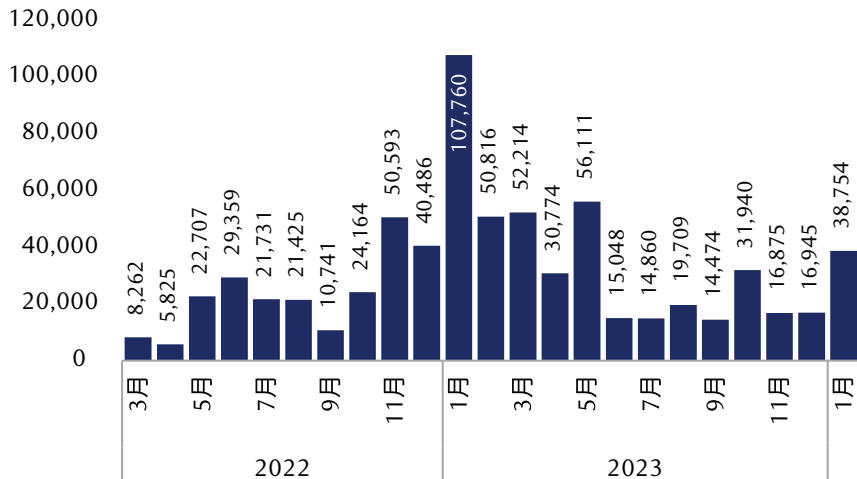
也不尽然，但当今世界已今非昔比。随着数字经济和科技的不断发展和成熟，我们相信一些老狗也能学会新花样。

试想一下，科技的支柱，即“财务外”因素（人力和社会资本），简单地说，就是人。如果没有才华横溢、精通技术的人才，或者没有吸引和留住这些人才的奖励制度（即薪酬、职业发展、工作满意度、企业文化以及其他与科技公司相关的福利，如免费咖啡、小睡舱或带狗上班等等），领先企业的增长和创新就会开始放缓。同样，由于科技创新已将熟练劳动力集中到“无形增长”领域中的极少数行业中，令成熟产业缺乏高素质人才，最终导致边际收益趋近于零。这就提出了一个重要的问题：开发下一代版本领先智能手机需要多少软件工程师或数据科学家？可能与上一版本相同或更少，因为在这些日趋成熟的业务模式中的营运效率已经确立。这种形势在一定程度上导致过去两年中史无前例的裁员潮，2,000 多家科技公司裁员近 67 万人，其中包括“七大”（苹果、微软、谷歌、亚马逊、英伟达、Meta Platforms 和特斯拉）的大量裁员。

随着“无形增长”对高素质科技人才的垄断逐渐减少，这为数据科学渗透率较低或没有渗透率的价值型公司带来福音，而价值型公司正是指数的主要部分。价值

(传统) “价值型” 之死

科技业裁员



资料来源—TrueUp

型公司如果能抓住和留住人才，并采用科技解决方案，最有可能在未来几年内实现盈利的大幅增长。增长再现将有助于重新唤醒“动物本能”，推高市盈率，从而提升该资产组别的回报。

从哪里寻找增长点？

过去几十年，市场似乎已自我分隔为两个不同的投资组别——“价值型”和“增长型”。我们相信，这种转变，加上上述的动力，现在已经为耐心、细致地投资这些“濒临死亡、缺乏想像力、缺乏创新和乏味的旧经济企业”奠下基础；而具有讽刺意味的是，这些企业可以从无形资产（例如人力和社会资本、品牌资产、智慧财产权和网络效应等）的投入和升级中获得最大利益。

投资者如果愿意扩展其传统投资方法，把促进增长所需的非传统的“财务外”因素纳入其中，长远而言将会获得超额回报。因此，正如马克吐温在看到自己的讣闻后对报纸所言：“关于我死亡的传言被大大夸大了”，我们相信价值型投资尚未死亡。

每月
焦点



Lindsay Strickland
美国奥马哈
lindsay.strickland@rbc.com

2023 年增长股重获投资者青睐

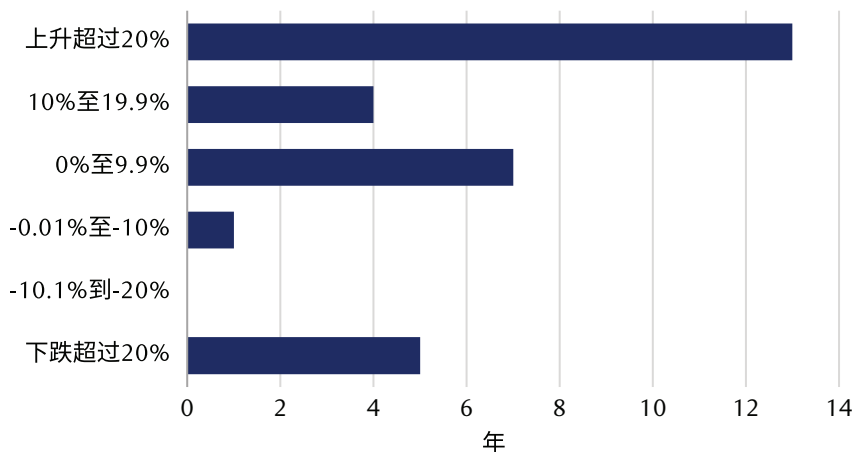
2022 年增长股让人心碎，但 2023 年增长型投资风格（以罗素 1000 增长股指数为代表）再次位居榜首，上涨约 41%。但前一年，该指数与大多数其他投资规模和风格的股票相比，则排名最后（下跌约 30%）。这轮反弹能否持续？

要点

- 由于增长股升幅显著，所以在中长期内是大多数投资组合中的重要组成部分。
- 继 2023 年两位数的强劲回报之后，许多投资者对增长型公司的基本面要求很高。
- 在引入新技术期间，纳斯达克的过往表现可能为潜在表现提供线索。

尽管 2022 年表现差劲，但这只是增长股自 2008 年以来第 2 年出现负回报，另一年为 2018 年，跌幅为 3%。增长股的回报往往大上大落。自 1994 年以来，增长股 80% 的时间都有正回报。43% 的情况下，年回报率超过 20%，8 年的正回报率超过 30%，只有两年的回报率下跌超过 30%（计算时将去年 29.8% 的跌幅四舍五入）。下图显示该期间内每年出现的涨跌幅度。

在过去 30 年中，罗素 1000 增长股指数有 24 年的年回报率为正数



资料来源——RBC 财富管理, FactSet; 截至 2023 年 12 月 31 日的数据

2023 年增长股重获投资者青睐

好的回报，美好的期望

过去 5 年，罗素 1000 增长股指数的平均复合年增长率为 18%。这些回报可能引发以下问题：“这些优异增长股包括哪些公司，另外，投资者为什么要忍受这些投资可能带来的剧烈波动？”

尽管增长股的定义很多，但大多数增长型公司都符合以下几个（即使不是全部）指标：

- 增长型公司的年营收增长保持稳定且高于整体经济增长——相对于国内生产总值或标普 500 指数。
- 营收增长率超过公司所属行业的整体增长率。
- 在公司扩大市场份额和终端市场的具体举措和策略的推动下，收入、收益和自由现金流的增长预计将保持在较高水平。
- 增长型公司由于受惠于长期增长而非周期性增长的业务模式，所以往往能够在一段较长的时间内维持优异的增长率。长期增长得力于各种因素、主题和科技——这些往往会实质地改变个人的生活和工作方式，以及公司的营运方式。而周期性增长则令一家公司受到商业周期的重大影响。
- 投资者往往不会太计较，并愿意为增长型公司支付更高的估值。常见的估值方法包括市盈率、企业价值与销售额比率——这两项在公司缺乏盈利数字时经常使用（例子是亚马逊上市后的首 6 年，其营业收入在 2015 年之后才真正开始增长）、企业价值倍数（另一种估值方法，当盈利仍为负数，但公司在利息和税前仍有盈利时使用），及/或企业价值与自由现金流比率。
- 增长型公司多为资讯科技、非必需消费品、医疗保健和工业等行业。这些行业在罗素 1000 增长股指数中的比重分别约为 52%、19%、10% 和 10%。

2024 年的配置有所不同

事后看来，从 2022 年的调整到 2023 年的反弹，推动增长股回报的力量已于去年开始发挥作用。

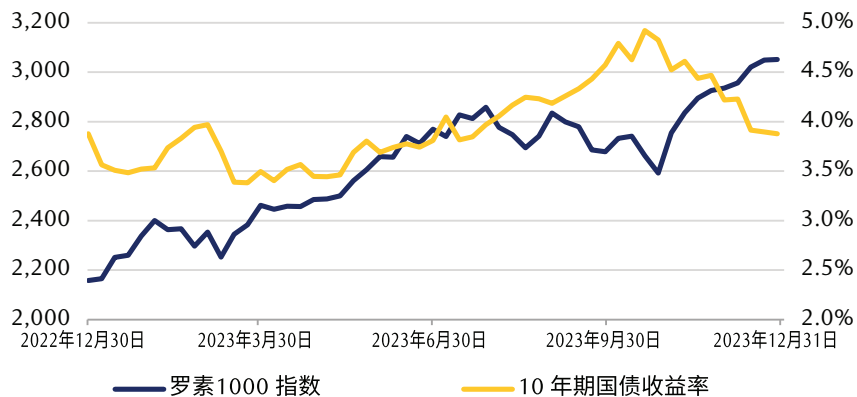
首先，2023 年初投资者情绪处于悲观水平，与 2008-2009 年全球金融危机最严重时期相同。事实证明，如此极端悲观情绪往往不会持续，而是预示将会出现强劲表现，跑赢大市。

2023 年增长股重获投资者青睐

其次，当 10 年期国债收益率下跌时，增长股往往会跑赢价值股。事实上，10 年期国债收益率在 2023 年初为 3.88%，有趣的是，年底也大致处于同一水平。其关系如下图所示。

这一年，随着通胀降温，投资者对美联储将结束加息周期并可能在 2024 年转向降息抱有希望。年内，市场对未来利率下跌的憧憬不断推高增长股的估值。人工智能和生成式人工智能的兴起同样推高增长股的估值。2022 年 11 月底推出的 ChatGPT 就像变魔术一样，在 2023 年全年重新推高科技股的交易。

2023 年罗素 1000 增长股指数对比 10 年期国债收益率



资料来源——RBC 财富管理, FactSet; 截至 2023 年 12 月 31 日的数据

今天的起跑线不同

投资者的情绪在年末高涨，在这个水平上，市场的远期回报可能会稍为回软。投资者已经预期，许多公司将通过利用人工智能保持强劲的收入和盈利增长。与标普 500 指数相比，市场预期纳斯达克科技股的盈利增长在 2024 年将会加速。如今，纳斯达克指数的远期市盈率为 27.3 倍，即自 2022 年初以来，已经增加约 470 个基点，即 20%。我们认为，只有当这类股票在 2024 年无法继续维持或加快收入和盈利时，这估值指标才会成为问题。这些公司现在需要在 2024 年实现增长。

预计 2024 年纳斯达克盈利增长会是标普 500 的几乎两倍

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 (估计)	2024 年 (估计)	2025 年 (估计)
标普 500 每股收益	\$117.42	\$130.19	\$158.00	\$157.22	\$135.89	\$205.05	\$214.33	\$217.06	\$242.59	\$273.98
纳斯达克每股收益	\$244.65	\$279.03	\$327.98	\$292.67	\$281.21	\$431.45	\$401.09	\$456.57	\$562.00	\$678.65
标普 500 增长股指数	0.8%	10.9%	21.4%	-0.5%	-13.6%	50.9%	4.5%	1.3%	11.8%	12.9%
纳斯达克增长股指数	5.5%	14.1%	17.5%	-10.8%	-3.9%	53.4%	-7.0%	13.8%	23.1%	20.8%

资料来源——FactSet; 截至 2024 年 1 月 17 日的数据

2023 年增长股重获投资者青睐

纳斯达克指数说明

2023 年底，纳斯达克指数上升 43%，略高于罗素 1000 增长股指数。纳斯达克指数中科技股板块的比重约占 57%。该板块去年的回报率接近 56%，超过其他 10 个板块。过去 1 年，增长股在变革性科技的推动下取得两位数的高回报，历史为增长股的未来提供了一些启示。

我想到 3 个例子。首先，苹果电脑诞生于 1976 年。第二，1994 年，Netscape 推出第一个浏览器，并为公众建立了互联网。第三，亚马逊于 2006 年推出亚马逊网络服务，而苹果公司的 iPhone 则于次年面世。下表显示从这 3 项突破性科技问世开始，纳斯达克指数连续 6 年的回报率。

技术转型后纳斯达克指数的表现

年份	回报	年份	回报	年份	回报
1976年	26%	1994年	-3%	2006年	10%
1977年	7%	1995年	40%	2007年	10%
1978年	12%	1996年	23%	2008年	-41%
1979年	28%	1997年	22%	2009年	44%
1980年	34%	1998年	40%	2010年	17%
1981年	-3%	1999年	86%	2011年	-2%

资料来源——RBC 财富管理, FactSet

关于 2024 年的增长股投资，至少还有一个因素需要考虑。纳斯达克于 1971 年 2 月开始交易。从那时起，美国共举行了 13 次大选，其中 10 次产生正回报，平均回报率为 20%。出现负回报的 3 次大选年平均下跌 30%。将这些时期的增长股与价值股比较，1980 年以来 11 次大选的数据显示，价值股在 72% 的情况下表现优于增长股。

在大多数选举年中，增长股都落后于价值股

年份	罗素 1000 增长股	罗素 1000 价值股
1980年	35.2%	16.3%
1984年	-3.9%	3.5%
1988年	8.5%	17.2%
1992年	2.7%	9.4%
1996年	21.5%	18.1%
2000年	-22.8%	4.9%
2004年	5.2%	13.7%
2008年	-39.3%	-38.8%
2012年	13.3%	14.5%
2016年	5.3%	14.3%
2020年	37.1%	0.1%

资料来源——RBC 财富管理, 彭博; 1980-2020 年年度数据

2023 年增长股重获投资者青睐

耐心、回落和可能性

过去 5 年，罗素 1000 增长股指数的表现优于纳斯达克指数、标普 500 指数和罗素 1000 价值股指数，并在 3 年期和 10 年期上稳居前两位。这种投资风格的表现优势使其成为构建投资组合和获取投资回报的有力工具。整体而言，增长股的波动性往往较大，调整幅度也较大，因此应根据个人风险承受能力来管理投资比重。我们认为，要利用好波动性和机会，就必须有耐心。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

新高，风险更高

这轮上升是在 10 月创下令人担忧的低点之后出现，主要是投资者认为通胀下降会令美联储及其他央行早些降低短期利率，而且减息的速度甚至可能比之前期望的更快。

在过去的几个月，除中国股市外，大多数主要股市都走高，但在国内生产总值增长好于普遍预期的市场（特别是美国）和经济表现令人失望的市场（包括加拿大、欧洲，尤其是中国）之间，表现却有明显的差异。

标普 500 指数创下新高，这使人们预期该指数和其他指数可能会进一步上涨。我们认为，未来几个月可能会、甚至极可能会再创新高。但并非所有技术和估值指标都显示一致的正面信息。

重要的是，大型企业股指数走高是由广泛的成份股带动。所谓的标普 500 指数涨跌线是一种衡量标准，旨在显示大多数股票的走势是否与该指数本身相同，或是否背道而驰。在这个例子中，涨跌线比指数本身提前近两个月升至新高。

但是，标普 600 小型企业股指数涨跌线仍远低于其前期高点，因为该指数的表现一直不如标普大型企业股指数。股市升势放缓往往预示市场将出现广泛疲软。但只要大型企业股指数的广泛成份股与标普 500 指数本身保持同步，那么进一步创新高是合理的预期。

尽管如此，我们认为估值并不特别引人注目。在 10 月份低点时，标普 500 指数的市盈率是 19 倍，在大多数投资者看来已相当充分。如今，市盈率明显更高，达到 22.3 倍。

在同样的 3 个月时间里，投资者和经济观察家从 10 月份对通胀“黏性”的担忧，以及认为美联储不愿排除进一步加息的可能性，一路转变为近期几乎一致的看法，即美联储将于今年春季开始减息，并会很快进行多次减息。

股票观点

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

+ 看好；= 中性；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

过去几年，像这样摇摆不定的观点已经成为常态，先是把市场推向这边，然后又推向那边。这种情况极可能继续出现。值得记住的是，金融市场在预测 3-24 个月后的美联储基金利率方面并没有良好的记录，美联储本身也是如此。

我们认为，如果通胀进一步疲软，将为美联储最终减息开辟道路。但我们认为，通胀方面的任何负面消息都可能会推迟美联储开始宽松政策的时间，迫使债券收益率上升，使经济硬着陆成为更可能出现的结果，并降低股票价格。

对我们来说，1 月份极为强劲的就就业报告在这方面令人担忧。如果这是一种趋势而非“一次性”，则美联储即将减息的希望将再次破灭，美联储可能会再次上调基金利率。我们认为，这将同时给市盈率带来下行压力，并加剧家庭可支配收入和企业利润的紧缩。

许多人都在说软着陆已成定局，但这并不意味着软着陆就一定会实现。从历史上看，可靠的领先指标，如收益率曲线的形状（连续 19 个月倒挂），和世界大型企业联合会的领先经济指数（连续 20 个月下降），都完全处于各自预测的时间窗口内，即过去经济衰退开始的时间。

全球股票

历史表明，美联储基金利率在这个问题上有一定影响力。平均而言，经济衰退会在美联储首次加息 25 个月后开始。考虑到在所观察的历史中，有一半需要超过 25 个月的时间，这大概会在今年 4 月。

我们在平衡的全球投资组合中维持股票的市场比重，主要是广泛的正面数据显示未

来会出现更多新高。但是，如果对经济增长、通胀放缓以及美联储减息的预期减弱，股市都可能会迎来另一个调整/紧缩期。

美国实现期待已久的软着陆并非不可能，但历史机率表明，目前经济衰退的大门仍然敞开。

全球
固定收益



Thomas Garretson
特许财务分析师

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

入市时机并非最重要

今年全球固定收益市场波动仍高，因为活跃投资者正试图解读各国央行将有什么措施。大部分讨论都集中在何时减息，但这对于管理大多数投资组合可能没什么用。减息几乎可以肯定，但减息的幅度更重要。

全球债券收益率近来一直像过山车一样，去年秋季大致见顶，然后在 2023 年底大幅下跌。美国基准 10 年期国债收益率曾升至 5.0%，然后跌至 3.8%，但在 2024 年初又回升至约 4.0%。虽然我们预计短期波动最终会在今年渐渐转为较低的收益率环境，但投资者最重要的是考虑宏观前景，以及什么时候入市。

如图所示，美国长期主权债券收益率与市场对美联储今年年底减息幅度的预期高度相关。现时，市场预计美联储将在 12 月前将美联储基金利率的目标区间从现时的 5.25-5.50% 下调至 4.00-4.25%，大致与 10 年期国债收益率的交易水平一致。

2023 年 12 月，美联储官员将今年的减息幅度定为 4.50%-4.75%，因此我们将其

固定收益观点

地区	政府债券	公司信贷	存续期
美国	+	-	3-7
加拿大	=	+	3-7
欧洲大陆	=	=	3-7
英国	=	=	3-7

+ 看好；= 中性；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

作为 10 年期国债收益率潜在交易区间的上限。目前的市场定价和 RBC 资本市场的估计都在 4.00%-4.25% 之间，因此我们将其作为基本情况。就低位而言，市场定价在 12 月份时为 3.50%-3.75%，尽管我们认为经济风险最近有所减弱，但至少仍将存在，这似乎是今年 10 年期国债收益率的合理低位。在这个框架内，如果 10 年期国债进一步上升到 4% 的区间，我们会考虑购买债券及延长到期日，并将风险敞口降至该水平以下。

长期国债收益率的前景取决于今年减息的次数



资料来源——RBC 财富管理，彭博；截至 2024 年 1 月 31 日的数据

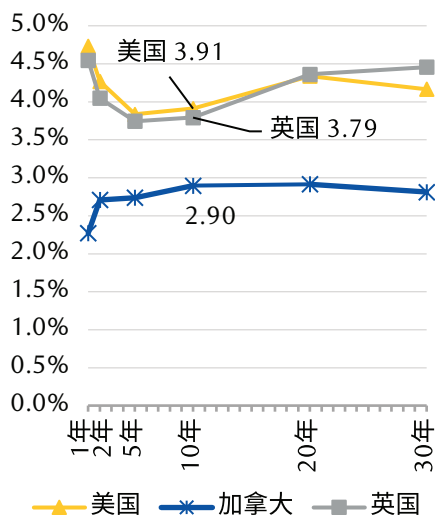
全球固定收益

在美国之外，我们认为各国央行有可能比原先预期的更早转向减息。RBC 资本市场的分析师此前预计，欧洲央行今年将保持政策利率不变。但在 1 月份的鸽派政策会议之后，他们现在认为会有三次 25 个基点的减息，第一次将在 6 月份。RBC 资本市场的分析师们也改变了对英国央行的看法，现在他们预计英国央行将在 8 月

份进行首次减息，而此前他们认为英国央行在 1 月底召开一次相对鸽派的会议后，将在今年按兵不动。

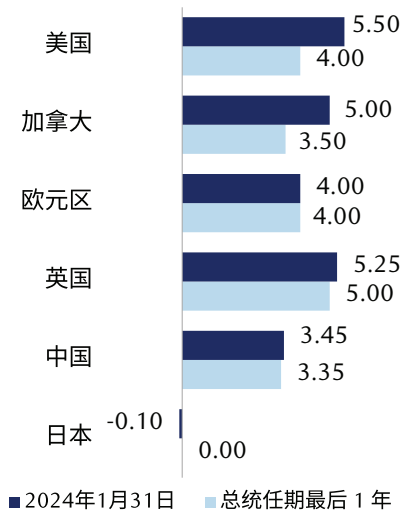
与通常情况一样，央行仍将是市场的焦点，尤其是在近期，因为活跃投资者要衡量究竟将会减息多少。

主权收益率曲线



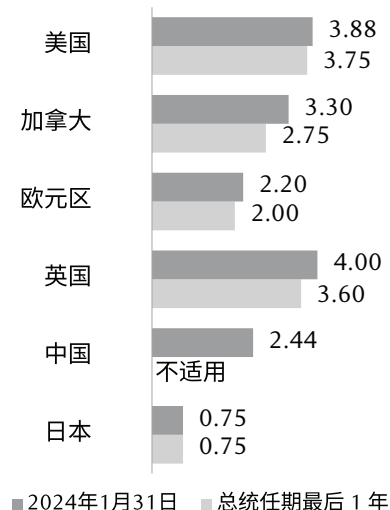
资料来源——彭博；截至2024年1月31日的数据

央行利率 (%)



资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场预测、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

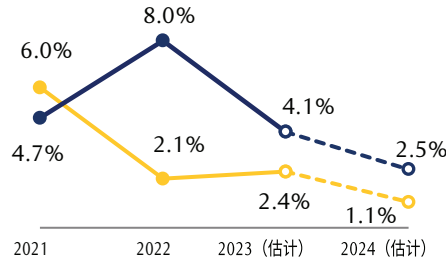
10 年期收益率 (%)



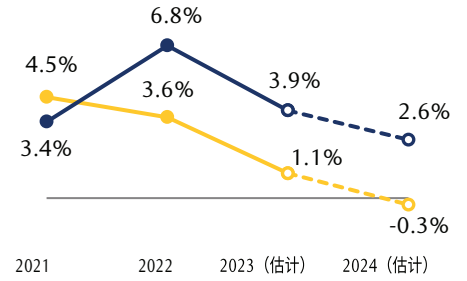
注：欧元区利用德国债券。
资料来源——RBC 投资策略委员会、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

主要 预测

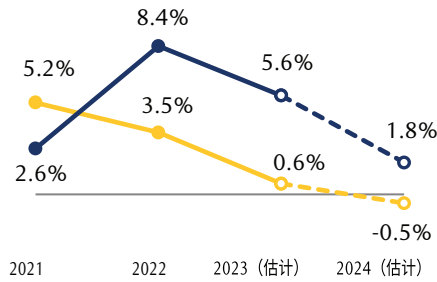
美国



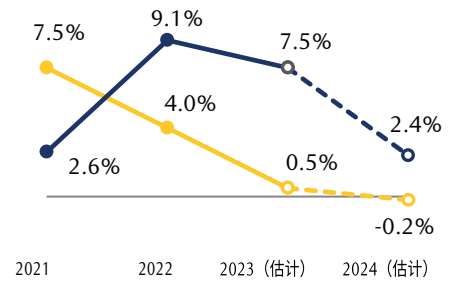
加拿大



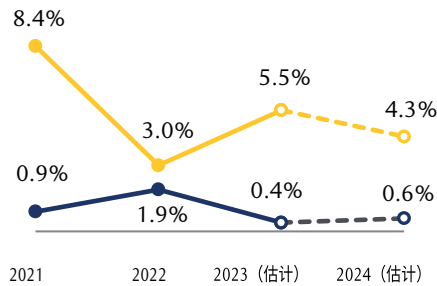
欧元区



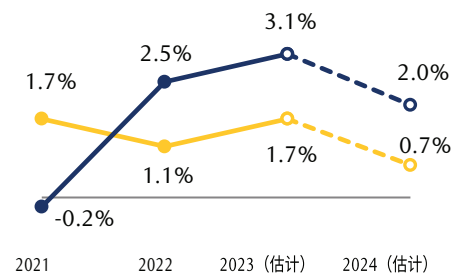
英国



中国



日本



—●— 实际国内生产总值增长率

—●— 通胀率

资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理、彭博一致估计

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。

全球投资组合顾问委员会，利用 RBC 投资策略委员会制定的整体市场展望，并利用 RBC 投资策略委员会（RISC）、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。

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。

全球投资顾问委员会成员

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，美国 RBC 财富管理投资组合顾问组，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

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——美国投资组合顾问组主管，RBC 财富管理、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

Patrick McAllister (特许财务分析师) ——股票顾问兼投资组合管理部经理，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

其他全球透视作者

Kyle Bergacker (特许财务分析师) ——高级投资组合顾问，责任投资（美国股票），投资组合顾问组（美国）

Lindsay Strickland——高级投资组合顾问（美国股票），投资组合顾问组（美国）

规定的信息披露

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 条规则所规限。

如果是摘要报告 (包括六家或更多家公司)，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 资本市场有限公司评级分布

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。

评级分布——RBC 资本市场有限公司股市研究

截至2023年12月31日

评级	计数	百分比	过去 12 个月提供的 投资银行服务	
			计数	百分比
买入 [优于整体板块]	829	57.17	253	30.52
持有 [与板块持平]	575	39.66	154	26.78
卖出 [逊于整体板块]	46	3.17	6	13.04

RBC 资本市场有限公司股票评级系统说明

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)。

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/销售人和投资顾问注册，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/销售人，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/销售人，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复制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/销售人，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/销售人或经纪人/销售人身份经营的银行，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