

# 全球 透视



Wealth  
Management  
财富管理

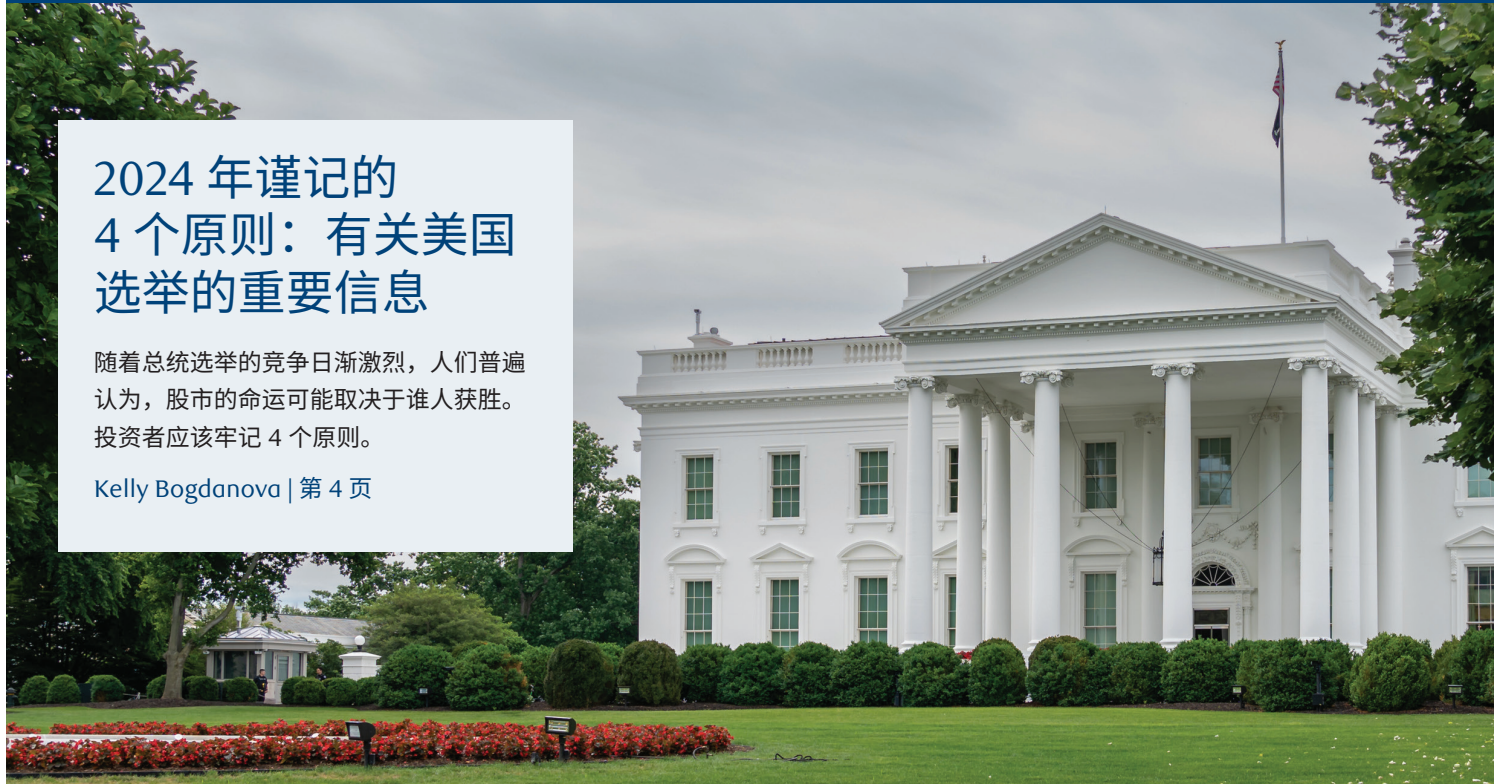
全球投资组合顾问委员会的观点

2024年3月

## 2024 年谨记的 4 个原则：有关美国 选举的重要信息

随着总统选举的竞争日渐激烈，人们普遍认为，股市的命运可能取决于谁人获胜。投资者应该牢记 4 个原则。

Kelly Bogdanova | 第 4 页



### 本期其他内容



每月焦点  
全球选举浪潮



全球股票  
等待



全球固定收益  
没有那么快



美国兴衰记分卡  
目前，衰退应到未到

制作：东岸时间 2024 年 3 月 6 日上午 9:54；刊出：东岸时间 2024 年 3 月 6 日上午 11:30

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 27 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：2024 年谨记的 4 个原则：有关美国选举的重要信息

随着总统选举的竞争日渐激烈，人们普遍认为，股市的命运可能取决于谁人获胜。我们认为这种观点过于看重选举结果。在这个有争议的选举季节，有 4 个原则需要记住。

### 11 每月焦点：全球选举浪潮

2024 年是一次罕见的全球偶合，有超过 75 个国家的 42 亿人口（接近世界人口的一半）将前往投票站投票。虽然最引人注目的焦点将落在美国大选中，但本文重点讨论美国以外的选举，以及为何这些选举对投资者如此重要。

### 18 全球股票：等待

美国经济衰退的可能性仍然很高，令人不安。但也不排除市场会创下新高的可能性。所以我们需要采取谨慎态度。

### 20 全球固定收益：没有那么快

在试图评估市场走势和市场讯号时，背景始终很重要。我们会尝试利用近期波动来获取长期收益。

### 22 美国兴衰记分卡：目前，衰退应到未到

美国经济持续胜于预期，但我们仍无法摆脱经济尚未走出困境的感觉。

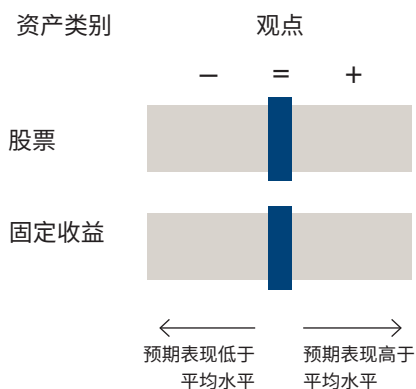
---

## 市场方面

- 3 RBC 的投资立场
- 18 全球股票
- 20 全球固定收益
- 22 美国兴衰记分卡
- 25 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

- 发达国家的股票市场持续上涨，美国、日本和欧洲的指数创下历史新高。坚实的第 4 季业绩，加上对 2024 年盈利增长的乐观情绪，推动股市上涨。美国经济数据强劲，以及大多数主要经济体通胀下降，也为市场提供了支撑。
- 我们仍然看好股票，但保持警惕。市场表现持续上涨势头，可能在未来几周和几个月内进一步创下新高。不能排除调整的可能性，但熊市的一些重要先兆——投资者情绪高涨和市场广度下降——尚未显现出来。
- 尽管美国经济衰退的可能性最近有所下降，但一些领先经济指标仍然显示不排除经济衰退的可能性。我们认为，这种风险应反映在选股中，使投资组合侧重于更高质量的股票。总体而言，我们将维持美国 and 全球股票的“市场比重”部署。

### 固定收益

- 踏入 2024 年，全球收益率波动很大，彭博全球综合债券指数的平均收益率最高为 3.85%，最低为 3.50%，2 月底为 3.8%。全球通胀指标持续改善，但最近进展停滞令人担忧，减低市场对近期减息的预期（但预计主要央行今年稍后仍将适度减息）。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，我们在短期内仍将保持谨慎和耐心，因为收益率可能会回调走高，直到央行宽松政策的时间和幅度更加明确。
- 在收益率仍高于数十年的平均水平下，我们仍然将美国固定收益维持在市场比重。我们认为，虽然美国的经济风险已经下降，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



**Kelly Bogdanova**  
美国三藩市 (旧金山)  
kelly.bogdanova@rbc.com

## 2024 年谨记的 4 个原则： 有关美国选举的重要信息

随着总统选举的竞争日渐激烈，人们普遍认为，股市的命运可能取决于谁人获胜。我们认为这种观点过于看重选举结果。在这个有争议的选举季节，有 4 个原则需要记住。

### 要点

- 市场在不同政党组合控制下仍表现良好——不论该总统的当选有没有争议。
- 就热点竞选问题而言，华尔街的优先事项往往与“主街”（泛指中小企等）不同。在引起华尔街注意的政策问题中，很少有最终成为股市或行业回报的主要驱动因素，尤其是长期回报。
- 美联储、经济、创新和利润对股市表现的影响往往比政治和选举结果更重要。白宫和国会山庄的事态发展，通常不会影响美国 28 万亿美元的经济，或影响标普 500 指数大多数公司的利润。
- 过去选举中的股市回报率值得参考，因为其中存在一些持续而有趣的模式，但也有一些注意事项。

民意调查显示，大多数美国人对即将于 11 月 5 日举行的美国总统大选充满忧虑，原因多种多样，而具体原因则因政党背景和意识形态而异。

多年来，我们发现投资者经常将他们对政治的焦虑用于对股市和经济前景的看法。

当奥巴马和拜登上台时，共和党人和民粹主义保守派对股市前景相当担忧，而当特朗普当选时，民主党人和进步人士则非常紧张。在本届大选之前，鉴于国内存在的严重分歧，我们感觉到人们的焦虑情绪更加高涨。

但是，在奥巴马和特朗普的领导下，美国股市大幅上涨，而在拜登执政期间迄今也有所上涨。

我们认为，市场在某个时期的强势和疲软，与谁或哪个政党入主白宫，或哪个政党控制众议院和参议院关系不大，而与其他因素关系更大。

随着选举临近和竞选言论更加煽风点火，投资者在金融市场上应牢记 4 项原则。

## 2024 年谨记的 4 个原则

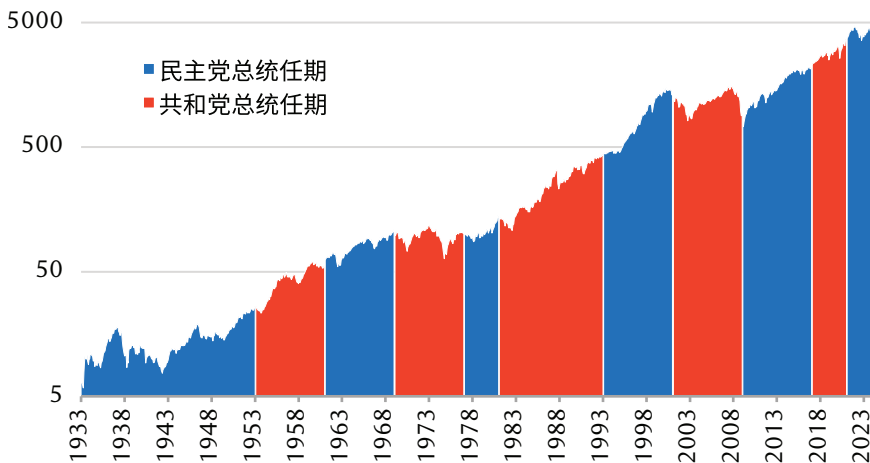
### #1——市场在不同政党组合控制下仍表现良好

美国股市在共和党与民主党总统任期内均上涨，不论该总统的当选有没有争议，如下图所示。

标普 500 指数曾有过几段较长的挣扎期，如 1970 年代尼克逊总统和福特总统（图中红色部分），以及卡特总统（图中蓝色部分）任职期间。但总的来说，从 1933 年开始，市场在共和党与民主党总统执政期间都有所上涨，有时甚至大幅上涨。

#### 两党执政期间市场都会上涨

标普 500 指数自 1933 年以来的表现，按总统政党控制权划分（以对数标度显示）

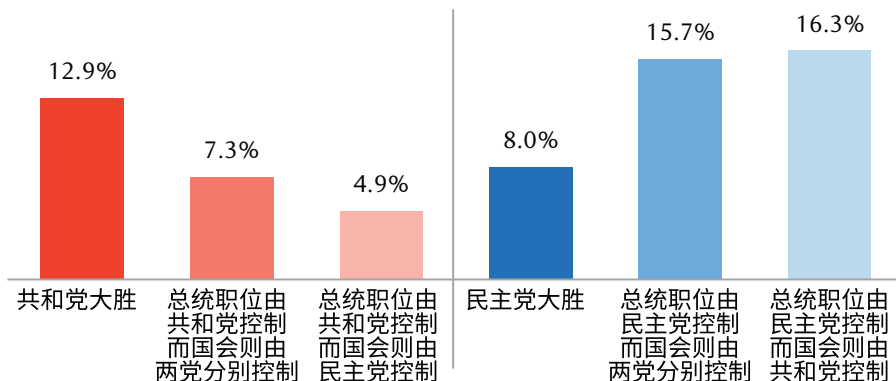


资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2024 年 2 月 20 日的月度数据（以对数标度显示）。按政党更迭时的就职日期分类

自 1953 年以来，在民主党执政时、国会控制权分由两党掌握或由共和党牢牢控制，标普 500 指数的回报率往往最高。在共和党执政时，标普 500 指数也表现出色。

#### 大象还是驴子——或者两者兼而有之？

标普 500 指数自 1953 年以来按政党控制权划分的年均回报率



资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2023 年 12 月 31 日的数据；数据基于价格回报（不包括股息）

## 2024 年谨记的 4 个原则

我们认为，分析 1953 年以来的政党控制数据最有意义，因为当时发生了重大转变。

在 20 世纪上半叶，一党独大的情况十分常见，民主党或共和党掌握所有 3 个权力：总统、参议院和众议院。其中 85% 的年份都是如此。

但从 1953 年共和党的艾森豪威尔宣誓就任总统开始到今天，一党独大的情况就比较少见，只有 37% 的年份出现过这种情况。

### #2——华尔街的优先事项往往与“主街”不同

我们认为，在本轮竞选和大选结束后不久，市场将关注一系列与经济政策、外交政策，以及板块和行业相关的问题。

华尔街的优先考虑事项（如下表所示）可能与大部分选民的优先考虑事项不同。市场往往会忽略有助于决定选举结果的重要社会问题。例如，在这届选举中，选民都在关注犯罪、边境安全、无家可归者、芬太尼和鸦片类药物危机、堕胎等问题。但从历史上看，社会问题对标普 500 指数大公司的利润增长几乎没有直接、即时或明显的影响，但利润增长却是华尔街关注的焦点。

#### 市场关注的一系列选举问题

经济政策	外交政策	板块和行业
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 通货膨胀</li> <li>• 税收政策</li> <li>• 联邦支出</li> <li>• 联邦债务与赤字</li> <li>• 移民</li> <li>• 学生贷款债务</li> <li>• 财政部／美联储任命</li> <li>• 华盛顿僵局</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 关税和贸易政策</li> <li>• 制裁</li> <li>• 美中竞争</li> <li>• 在岸外包、近岸外包</li> <li>• 友岸外包</li> <li>• 去全球化</li> <li>• 去美元化</li> <li>• 美国／北约与俄罗斯风险</li> <li>• 中东冲突扩大？</li> <li>• 多极世界</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 能源政策</li> <li>• 能源转型</li> <li>• 绿色倡议</li> <li>• 基础设施开支</li> <li>• 科技补贴</li> <li>• 科技与人工智能法规</li> <li>• 医疗保健政策</li> <li>• 食品药品监督管理局规例</li> <li>• 国防开支</li> <li>• 银行法规</li> </ul>

资料来源——RBC 财富管理

在本届选举周期，我们认为上述清单中的 3 个问题将对华尔街产生突出影响：

- 个人税率，
- 关税和贸易政策，以及
- 中美竞争。

民主党和共和党的提名人拜登和特朗普似乎对税收和关税政策有着截然不同的看法，他们的详细政策建议可能会在未来几个月内更加清晰。

## 2024 年谨记的 4 个原则

我们认为，税收条款不仅会在激烈的竞选期间成为焦点，在下一任总统和国会于 2025 年就职后更是如此。

《减税与就业法案》中通过的个人减税措施——被称为“特朗普减税措施”——将于 2025 年底自动失效。如果不采取措施来解决部分或全部条款的问题，这些税率将恢复《减税与就业法案》颁布前的较高水平。

### 税收问题可能成为焦点

《减税与就业法案》的许多规定从 2018 年开始惠及个人纳税人，这些规定计划于 2025 年底自动终止：

- 降低个人所得税税率和调整税阶将终止
- 增加标准扣除额、取消个人免税额，以及将儿童税收抵免额增加一倍的措施将终止
- 州和地方税扣除限额和房屋贷款利息扣除限额将终止
- 资本利得门槛与普通收入门槛的脱钩将终止
- 替代性最低税的削减将终止
- 遗产税的减免将终止
- 提高赠与额的终身门槛将终止

资料来源——税务基金会、Kiplinger、RBC 财富管理。受《减税与就业法案》日落条款影响的项目不限于这里列出的信息。本信息不构成税务建议。

该法案中没有关于降低企业税率的日落条款，但如果下任总统和国会就增税或减税达成一致意见，企业税率可能会发生变化。

我们认为，与近几届大选相比，外交政策问题对华尔街更为重要。这不仅是因为东欧和中东的军事冲突备受瞩目，还因为关税和经济制裁政策在本届和前两届政府中发挥了更大的作用。无论 2024 年谁当选总统，这种情况都可能会继续下去。从我们的角度看，制裁和贸易限制，而不是老式的外交，已经成为美国外交政策的固定模式——尽管往往不起作用。

我们打算在未来对两位主要候选人的关税、贸易、制裁和税收提案进行评估，因为这些政策到时将变得更具体和正式。

除贸易问题外，在上述一长串可能会引起股市策略师和经济学家关注的问题中，我们认为大多数都不太可能成为股市或行业回报的主要驱动因素，尤其是长期回报。华府的政策制定涉及许多不同的制衡机制，包括企业游说，但我们认为其他因素才是推动利润和股市表现的主要因素。

---

## 2024 年谨记的 4 个原则

### #3——美联储、经济、创新和利润往往比华府的政策更重要

白宫和国会山庄的事态发展，通常不会影响美国 28 万亿美元的经济，或影响标普 500 指数大多数公司的利润。

相反，美联储的货币政策历来对经济、通胀、银行贷款和信贷供应的影响更大。美联储的决策往往有助于形成商业周期，而商业周期又会极大地影响企业利润的增长——利润增长是股市的养分。

同样，美联储的政策也是美国债券市场表现的主要决定因素，并影响其他发达市场央行的政策和这些债券市场的表现。

美国经济活动的自然动向——从新一轮增长周期开始，到中期，然后到衰退，周而复始——历来是美国金融市场回报的主要决定因素。

而创新一直是一个关键因素。回想一下以前的重大技术飞跃——从个人电脑的出现，到互联网的广泛应用，再到最近的人工智能——我们就会发现，创新往往会推动利润增长和股票价格。

这不仅适用于与科技相关的股票。从医疗保健到工业、能源、公用事业、运输、航运、金融服务等许多领域和行业都从创新中受益，它们的股价也是如此。

华府的政策有时会刺激和激励创新，但更多时候，创新是在美国 and 全球自由企业竞争体系中自然产生的。

### #4——选举的历史数据值得参考，但也有注意事项

多年来形成了一种有趣的模式。把时间划分为 4 个时期——即选举年、总统任期第 1 年、总统任期第 2 年（也是中期选举年）和第 3 年——我们会发现一种持续的表现模式，这种模式可以追溯到 1928 年。

如下页上图所示，标普 500 指数在第 3 年最为强劲，在总统大选年次之。

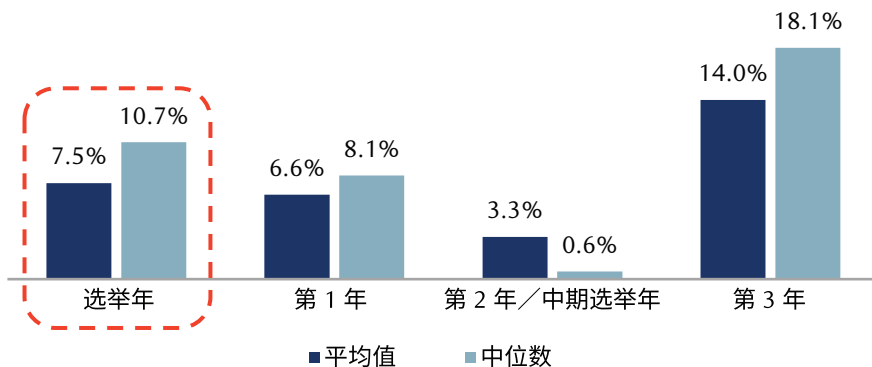
政治学者和市场策略师对这种 4 年模式持续存在的原因各有各的理论，其中一些理论涉及第 3 年联邦支出增加，还有一些数据指出美联储在不同年份的政策模式。但我们还没有找到可靠、具体的解释。



## 2024 年谨记的 4 个原则

### 4 年总统周期追踪记录

自1928年以来，标普 500 指数在总统选举周期中的表现



注：“第 1 年”指总统任期的第 1 年，“第 2 年”指总统任期的第 2 年，以此类推。

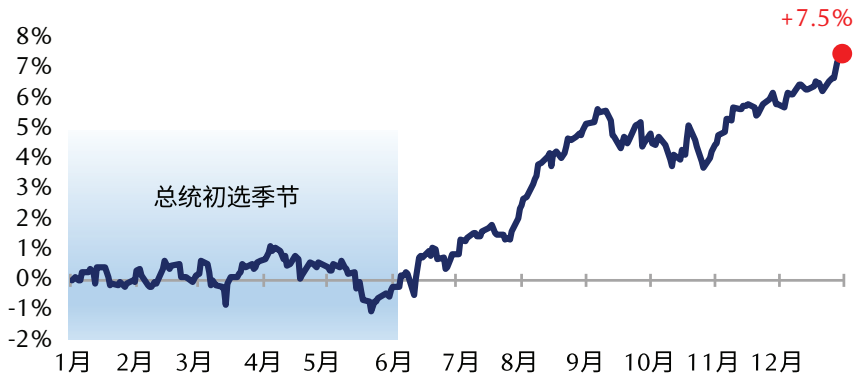
资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2023 年底的年度数据；数据基于价格回报（不包括股息）

在总统大选年期间，市场也往往遵循类似的模式。涨势往往出现在夏季和下半年。

例如，把 1928 年以来的所有总统选举年合并在一起并求取平均值时，下图显示，市场在初选时期表现平平，但随后在夏季上涨，并在 11 月大选后取得不错的涨幅。

### 上升通常在当年稍后出现

自 1928 年以来总统选举年标普 500 指数的平均走势



资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2020 年大选的数据；数据基于价格回报（不包括股息）

但是，近几年和近几十年来有争议的选举年又是怎样的呢？

当希拉莉和特朗普在 2016 年对决，以及特朗普和拜登在 2020 年竞选时，市场在春季出现整固（原因与选举无关），并在年底反弹，收盘价接近当年的高点。标普 500 指数在 2016 年和 2020 年分别上涨 9.5% 和 16.3%。无论是否存在争议，在每个案例中，市场都超过大选年 7.5% 的长期平均涨幅。

然而，并非所有有争议的总统选举年都以反弹收盘。

## 2024 年谨记的 4 个原则

2000 年小布殊和戈尔对决，在佛罗里达州重新计票“悬而未决”和长达一个多月的法庭诉讼期间，标普 500 指数表现尤为疲软。市场不喜欢重新点票带来的不确定性和前所未有的法律问题。

标普 500 指数从大选日收盘到 12 月最低点下跌了近 12%，全年下跌 10.1%，远低于大选年 7.5% 的平均涨幅。

2000 年 3 月开始并一直延续到 2002 年的科技股泡沫破灭，也对当年的表现产生巨大影响。佛罗里达州重新计票的不确定性是一个因素，但并不是 2000 年或更长时期内股票收益不佳的唯一因素，如图所示。

### 比布殊与戈尔对决重新计票更大的问题

2000-2002 年期间标普 500 指数主要受到科技股泡沫破裂的影响



资料来源——RBC 财富管理、彭博，数据自 2000 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日

这又一次说明我们的观点，即重要的是记住，其他因素对股市的影响往往要比选举结果大得多。

此外，还应该记住，与市场相关的选举历史数据也有一些要注意的事项。即标普 500 指数的数据和趋势可以追溯到 1928 年，但信息并不多，尤其是将它们切分成不同类别时。一个大涨年或一个大跌年都会改变平均值，而且平均值的变化往往很大。

### 着眼大局

对政治和公共政策感兴趣的美国人和国外观察家当然高度重视美国大选的结果。但从短期来看，美国金融市场通常受美联储政策的影响更大，而从长期来看，则受经济趋势、创新和利润增长的影响更大。

随着竞选的进展，我们将深入探讨与经济、市场、板块和行业最相关的政策问题，敬请留意 RBC 与大选相关的深入分析和见解。

每月  
焦点



**Frédérique Carrier**

英国伦敦

frederique.carrier@rbc.com

## 全球选举浪潮

2024 年是一个罕见的全球偶合，将迎来历史上最大规模的选举周期。今年将有超过 75 个国家的 42 亿人口（接近世界人口的一半）参加投票。

虽然最引人注目的焦点将落在美国大选中，但本文重点讨论美国以外的选举，以及为何这些选举对投资者如此重要。我们将评估历史上选举结果对经济和金融市场产生重大影响的因素，重点关注可能对投资组合产生影响的几场关键选举。

### 重点

- 从历史上看，对一国经济和金融市场产生重大影响的选举，就是当选政府实施全面结构性改革计划、修改财政或货币政策或重塑国际关系。
- 在新兴市场，今年选举的结果将对正在进行的改革和经济稳定产生重要影响。对一些人来说，选举的结果可能会加速冷战后世界秩序的瓦解。
- 在英国及欧洲这些发达国家中，一个中间派政府似乎有可能赢得下一届英国大选，而欧洲议会的投票可能会给民粹民族主义者更大的发言权，进一步威胁欧盟的凝聚力。

### 选举改变游戏规则？

每隔一段时间，选举都会对经济和金融市场产生深远、长期的影响。尤其是民选政府承诺进行广泛经济变革的选举，例如：

- 1979 年英国首相戴卓尔夫人当选，带来了国有企业私有化、金融体系放松管制以及就业市场改革，这些改革最初加剧英国长期的经济衰退，但最终重塑英国的经济结构。
- 巴西 1994 年的大选，促使其央行改变货币政策的传统观念，从而抑制了困扰该国多年的恶性通货膨胀。

之后，两国经济改善，并为国内股市带来持久的牛市。

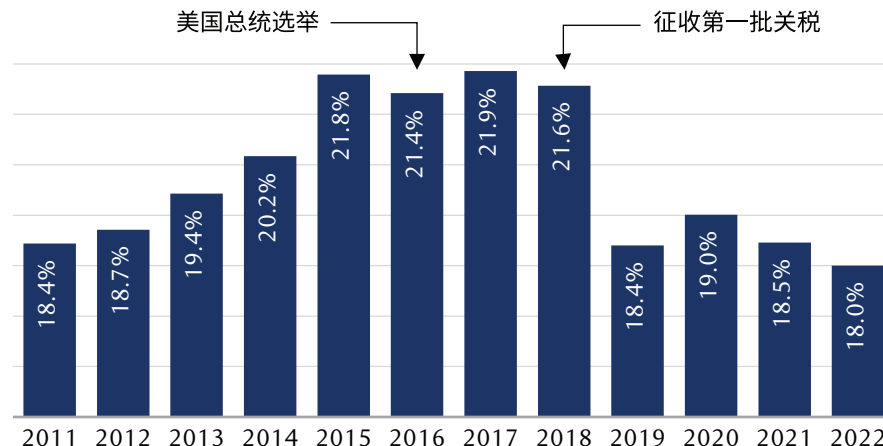
## 全球选举浪潮

我们也看到选举怎样颠覆国际关系，无论是外交政策还是贸易：

- 2016 年特朗普当选美国总统，其政府从 2018 年开始征收一系列关税，掀起与中国的贸易战，并导致冷战后世界秩序破裂。除其他因素外，严峻的地缘政治背景，可能是中国股市自那时起相对于美国股市表现不佳的原因之一。

### 加征关税后，从中国进口的比率下降

美国从中国的进口占总进口的百分比



资料来源——世界银行

不过，竞选活动中的变革承诺，并不意味着选举结果会大到足以改变经济和市场的基本因素。政府通常需要在立法会内占多数才能实施这些变革。在只有两个主要政党的国家，如美国、英国和印度，要实现这一点会容易得多。

而在有多个政党争夺选民的国家，往往会组成联合政府，这也是许多欧洲国家的常态。要成功、高效地实施变革，联盟最好拥有共同的政治理念。持有不同观点，或主要为了推翻现任当权者而拼凑而成的联盟往往不稳定，很少能带来有意义的变革。

如果缺乏实现变革的手段，宏大的提案可能会被淡化或永远不会实现：

- 自诩为“无政府资本主义者”的米莱于 2023 年 11 月当选阿根廷总统，就是一个很好的例子。他承诺采取严厉的经济措施，包括削减 15% 的公共开支、废除国家央行，并将美元作为国家法定货币。但他所在的政党只控制国会参众两院约四分之一的席位，因此很难通过立法。

## 全球选举浪潮

### 2024 年的选举周期会带来重大变化吗？

2024 年的选举可能不会像上述选举那样至关重要——毕竟，许多国家已经推出全面的改革计划，大多数央行现在都是独立的，并通过采取重大行动降低通胀来证明其角色的作用。然而，我们认为，今年选举的结果会对正在进行的改革计划、经济稳定和国际关系产生重要的影响。

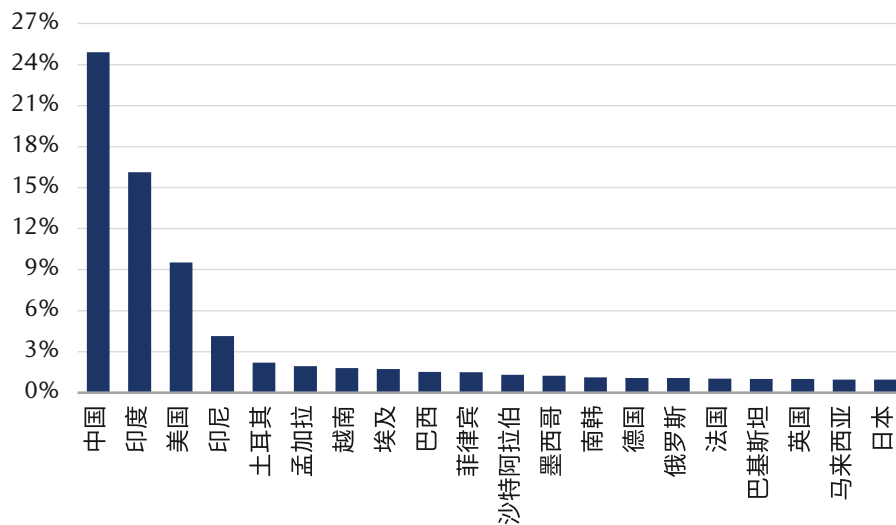
### 值得关注的市场

#### 新兴市场

根据国际货币基金组织的数据，未来 5 年，新兴经济体的国内生产总值，将占全球的生产总值 60% 以上。因此，现在更有必要了解今年的一些选举会如何影响新兴经济体的前景。

#### 预计中国和印度将成为未来 5 年生产总值增长的主要驱动力

2023 年至 2028 年占世界生产总值增长的份额



注：基于国际货币基金组织对 2023 年至 2028 年的预测

资料来源——国际货币基金组织《2023 年 10 月世界经济展望》，Macrobond，RBC 全球资产管理

许多国家，例如印尼和印度，最近都推出改革，但他们还有很多工作要做。我们认为，民选政府是否继续致力于此类努力将决定该国能否维持增长的态势。

对于最近与国际货币基金组织签署融资协议的巴基斯坦和斯里兰卡等一些国家来说，维持经济正统是促进经济稳定的关键。

最后，台湾、孟加拉、墨西哥和委内瑞拉的选举结果将对国际关系产生影响。

## 全球选举浪潮

下面，我们将重点放在两个国家：印度，因为其在全球经济中的作用越来越大；南非，因为执政的非洲人国民大会可能失去多数席位，可能会在金融市场引发连锁反应。

### 印度——它仍将是新兴市场投资者的宠儿吗？

印度未来 5 年可能成为仅次于中国的全球经济增长第 2 大贡献者，并且已逐步向外国投资者开放经济。同时，印度政府公债最近已纳入重要基准“新兴市场全球多元化债券指数”。

RBC BlueBay 新兴市场部主管 Polina Kurdyavko，将印度在全球经济中的新角色归因于以下几个因素：

- 印度在全球冲突中保持相对中立；印度既是金砖国家集团（与巴西、俄罗斯、中国和南非共同组成）的成员，也是美国领导的“四方安全对话”（简称“四方”）的成员，与日本和澳洲共同组成。
- 政治相对稳定。
- 毗邻中东，与沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国和埃及的关系得到改善，这些都有助于印度成为新的地区强国。
- 就业率高，70% 的人口有工作，劳动力成本目前低于中国。这使印度能够通过提高生产力、缓解供应链瓶颈和缩小劳动力差距，为近期面临劳动力短缺的国家提供解决方案。

4 月至 6 月期间，将会有多达 9.45 亿符合资格的印度选民前往投票站，这是有史以来最大的民主活动。中央政府将会由在人民院（下议院）543 个席位中获得多数席位的政党组成。这次选举似乎可为该国提供领导层的连续性。

市场研究公司 Morning Consult 的数据显示，印度总理莫迪的支持率高达 77%，是世界上民选领袖中最高的一位，尽管他已连任两届。

莫迪出身卑微加上国家经济记录良好，对选民很有吸引力。他的政府监督一项广泛的供给侧改革计划，其中包括：

- 广泛的银行资本重组方案和新破产法（莫迪第 1 任期内）。
- 劳动力改革和新数位识别系统支援数位支付和数据管理平台（第 2 任期）。这些措施使大多数印度人获得公共服务，并促进大众接受政府现金转移支付。

## 全球选举浪潮

在他的改革下，印度经济以年均接近 6% 的速度增长，成绩令人羡慕。自 2014 年当选以来，股市也同样呈现上升趋势，涨幅超过 200%。

我们认为，印度需要进行其他渐进式结构改革才能维持其经济增长势头。职位创设仍然很低，有很大比例的人口未充分就业。对于一个要成为经济强国来说，教育水平仍然不够。

无论是一党多数还是强大的联合政府。这样，在人民院提出的改革才不会遇到障碍、政策才能有效实施，并更有可能在未来几年实现健康的经济增长。如果做不到这一点，外国投资者的信心可能会动摇，导致资本外流。

### 南非——基础不够坚实

随着 5 月大选临近，南非面临许多挑战，选举结果可能引发更多动荡。特别是，随着南非 10 年期政府公债与美国公债的息差在 2023 年达到 20 年来的新高，我们正在密切关注这次选举。如果选举结果导致放弃财政和货币公义，可能会扰乱金融市场。

在一场严重的能源危机之后，拉马福萨总统领导下的执政党“非国大”可能会在 27 年来首次失去多数席位。2023 年，国有电力公司有近半电力无法提供给消费者，停电持续困扰该国。

“非国大”党如果与左翼经济自由斗士结盟，可能会迫使南非储备银行（少数不独立的央行之一）放弃对抗通胀的努力。此外，为控制预算赤字而急需的财政整顿也不太可能实施。该国宽松的货币和财政政策，加剧对国家主权债务风险的担忧，息差可能进一步扩大，引发整个金融市场不安。

南非的债务水平从全球金融危机前占国内生产总值的 30% 以下，飙升至最近的 70%。如果把国营企业算进去，这个债务负担甚至更高。

附表重点介绍 2024 年其他新兴经济体将举行的一些重要选举。

## 发达国家

在发达经济体中（除美国外），英国大选和欧洲议会选举应该最受关注。自英国脱欧公投以来，民粹主义和民族主义情绪有所抬头，我们认为英国似乎已准备好迎接一个更加中间派的政府。

### 英国——变革之风？

英国民调一直明确指向工党政府，1 年多来，工党一直以 20% 的优势领先现任保守党。

工党领袖斯塔默爵士大谈怎样使英国经济重回增长轨道。但我们认为，在财政和货币政策紧缩的情况下，考虑到英国赤字占国内生产总值超过 5%，以及英国央行正在与通胀角力，任何新政府都不会有太大的回旋余地。如果当选，斯塔默可以解决的是与欧盟的关系，欧盟仍然是英国最大的贸易伙伴。

过去几个月，欧盟已经表示愿意以更加灵活的方式与英国接触，也就是说，不需要讨论重新加入单一市场或欧盟关税同盟的问题。2023 年 7 月，欧盟官员意识到地缘政治环境在过去几年大幅恶化，提出了与其前成员国在全球问题上正式合作的想法。

## 全球选举浪潮

保守党政府作为英国脱欧的工程师，拒绝这一提议。但工党政府很可能对在共同感兴趣的领域加强合作持开放态度。例如，英国和欧盟之间的自由流动等协议可能会为英国经济和股市带来好处，因为英国自脱欧公投以来，其经济和股市遭受大量资金外流。

### 欧洲议会选举——激进右翼和反建制民粹主义的声音更加响亮

从 6 月 6 日起的 3 天内，4.5 亿欧洲人将选出 750 名代表，组成欧盟的下一届议会。欧洲议会的主要职责是审议布鲁塞尔欧盟委员会提出的预算和法律提案。

这关系到布鲁塞尔对乌克兰的支持、欧盟应对气候变化的积极措施（包括减少碳排放的目标）以及移民问题。布鲁塞尔对国家经济、财政和监管政策的参与程度则保持平衡。

智库“欧洲对外关系委员会”，根据最近的民意调查和自己对欧盟的评估，认为大选很可能会出现一个更加民粹、右倾的欧洲议会。这样的结果可能会妨碍通过必要的立法，以实施下一阶段的欧洲绿色交易，以及导致对移民采取更强硬的立场，而对乌克兰和欧盟东扩的支持亦可能会日渐软化。总体而言，这种情况可能会扩大欧盟内部的分歧。

右倾的欧洲议会也会影响各国政府的国内政治。例如，如果某个国家的公民在欧洲议会选举中投票给一个不支持“绿色政策”的政党，这很可能会影响该国政府在制定遏制碳排放政策时的立场。

此外，美国大选的结果也会影响欧盟集团的政策、经济和产业。特朗普如果重返白宫，他计划对所有进口商品征收最低 10% 关税，并可能报复欧洲对美国科技企业征收的数码服务税。这可能会使欧盟减少与美国的合作。一些欧洲领袖，如法国总统马克龙，可能会加强呼吁欧洲大陆在防务方面减少对美国的依赖。然而，民粹主义和反建制党派的崛起（其中一些更同情俄罗斯）将使这一目标较难实现。

### 简而言之

我们认为，今年的选举结果将决定一些国家的经济格局。如果新政府将改革计划置于危险之中，金融市场的波动可能会加剧。如果选民支持改革，这些国家可能会继续保持增长。而在其他地方，反建制的声音更有影响力，可能会导致有效制定和实施政策的难度增加。

总体而言，冷战后世界秩序瓦解可能会持续下去。我们认为，很多事情会由外部因素决定，因为美国大选的结果也将是一个关键因素，可能会大大改变许多国家的前景。



## 附录：2024 年重要新兴市场选举

<b>孟加拉</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>该国政府转向专制，使其与欧盟和美国（该国的主要出口市场）的关系紧张。</li> <li>重要的纺织品出口业仍有可能受到制裁，这可能会将该国推向中国的阵营。</li> <li><b>结果：</b>哈西娜总理第 4 次连任 5 年。</li> </ul>
选举日期：	1 月 7 日	
选举类型：	议会选举	
影响：	国际关系	
<b>台湾</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>台湾与美国和中国的关系是关键问题。</li> <li><b>结果：</b>支持独立的候选人赖清德当选总统，但他领导的民进党未能在立法机构获得多数席位。</li> </ul>
选举日期：	1 月 13 日	
选举类型：	总统选举	
影响：	国际关系	
<b>巴基斯坦</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>国际货币基金组织新的长期贷款条款可能要求巴基斯坦采取紧缩的货币和财政政策。</li> <li><b>结果：</b>在深陷经济危机的情况下，在选举结果无定论并被指控操纵投票之后，两大政党将组建联盟。“巴基斯坦人民党”和“巴基斯坦穆斯林联盟”达成的协议将会把“巴基斯坦正义运动”拒诸门外，后者获得的选票比前者联盟都多，但未能获得多数席位。有可能向中国倾斜。</li> </ul>
选举日期：	2 月 8 日	
选举类型：	大选	
影响：	经济稳定	
<b>印尼</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>在前总统佐科维多多任期内，印尼国内生产总值增长了 40% 以上。</li> <li><b>结果：</b>佐科的国防部长、前军官苏比安托宣布获胜，佐科的儿子吉班·拉卡布明·拉卡担任副总统。尽管苏比安托承诺继续推行“佐科经济学”，但他是否会付诸实施还有待观察。苏比安托政府可能会维持佐科平衡关系的做法，在经济上偏向中国，在战略上则偏向美国。</li> </ul>
选举日期：	2 月 14 日	
选举类型：	总统和议会	
影响：	改革	
<b>南韩</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>就业市场和服务业改革可望提振陷入困境的经济。</li> <li>最近针对反对党民主党领导人的暗杀企图可能会引发投同情票，这将有助于民主党保住其议会多数席位，并使其能够阻止总统尹锡悦的国内政策议程，该议程针对经济增长放缓和生活成本危机。该国将于 2027 年举行总统选举。</li> </ul>
选举日期：	4 月 10 日	
选举类型：	议会	
影响：	改革	
<b>印度</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>进一步的经济改革可以释放该国的增长潜力。</li> <li>总理莫迪和他的右翼印度人民党在最近的民意调查中处于领先地位。选举胜利将使他们能够继续执行过去两届任期的政策措施。</li> </ul>
选举日期：	4 月至 6 月	
选举类型：	大选	
影响：	改革	
<b>南非</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>现任政府不受欢迎，有失去多数席位的风险。</li> <li>由于该国央行并非独立，如果与左翼政党联盟，可能会导致货币政策更加宽松，而财政整顿可能难以实现。这或会加剧该国的主权债务问题。</li> </ul>
选举日期：	5 月 24 日	
选举类型：	大选	
影响：	经济稳定与改革	
<b>墨西哥</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>与美国的双边关系是一个关键问题——特别是自墨西哥于 2023 年成为美国最大贸易夥伴以来。这种关系的未来走向还取决于美国大选的结果。</li> <li>墨西哥市前任女市长薛恩鲍姆为总统大选候选人，她是现任总统罗培兹欧布拉多的亲密盟友。</li> </ul>
选举日期：	6 月 2 日	
选举类型：	大选	
影响：	国际关系	
<b>斯里兰卡</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>上届政府垮台后，该国与国际货币基金组织达成一项基于正统经济的协议，其中包括大幅增税。问题在于新政府是否会继续遵守这些条款。</li> <li>维克拉马辛哈总统似乎承诺坚持这一计划，尽管在选举前对财政政策进行一些调整或无可避免。</li> </ul>
选举日期：	9 月之前	
选举类型：	总统	
影响：	经济稳定	
<b>委内瑞拉</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>由于包括反对党领袖、前立法会议员马查多在内的主要候选人被禁止参加选举，不确定性很高。</li> <li>现任马杜罗政府同意在 2024 年底举行自由选举，以换取美国解除对该国石油业的制裁。这次选举的情况和时机可能会影响美国是否继续实施制裁。</li> </ul>
选举日期：	未知	
选举类型：	总统	
影响：	国际关系	

注：俄罗斯、莫三比克和突尼斯也将举行总统选举；罗马尼亚将举行议会和总统选举；加纳则将举行大选。

资料来源——《外交政策》国家选举委员会

## 全球 股票



**Jim Allworth**

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

# 等待

我们一直在等待两件事：一是可靠的领先指标，显示美国经济衰退即将到来；二是主要股市创出历史新高。

尽管许多人预计美国今年和明年的国内生产总值将会继续增长，但我们认为仍有可能出现经济衰退。至于股市新高，我们的等待已基本结束：标普 500 指数、道琼斯工业平均指数和日本东证股价指数都已创下新高；欧洲和英国市场的活力较弱；纳斯达克和加拿大多伦多综合指数还未完全实现这一目标。我们预期市场还会再升。

当然，整固可能会随时出现，而且通常都没有预警。但并不存在触发整固的估值“底线”，或导致不可避免的回落因素。也没有任何可靠的时间标准来衡量“过度投资”。相反，最常见的情况是买家离场，卖家占据主导地位，市场平均价格暂时下跌。

很多时，市场会从上涨突然逆转为下跌，这或许是由于事态发展令人担忧（如去年春天的银行倒闭潮），或由于政策改变。我们不知道下次这类逆转何时来临，但我们认为只是迟早的事。

然而，主要的高峰位，即那些引发更长、更深的市场下跌（熊市）的转折点，通常会有一两个先兆，而这两个先兆今天都并未出现。首先是投资情绪。在牛市结束之前，投资情绪通常会非常高涨，并会持续数周或数月。在最后几个月，投资者的态度主要是怕错失机会。到目前为止，虽

### 股票观点

地区	之前	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；= 持平；- 看淡  
资料来源——RBC 财富管理

然多头肯定多于空头，但大多数人仍然相信未来会进一步出现新高。

其次是市场“广度”。是否大多数股票的走势与市场平均值一致？对于股市重要的大型企业股来说，答案是肯定的。标普 500 指数股票的所谓“涨跌线”在 12 月创出新高，随后该指数本身在 1 月也创出新高。

然而，在开始出现像过去的熊市之前，却出现一系列截然不同的事件。涨跌线通常会在市场达到高峰之前几个月转为下跌趋势。目前还没有见到这种反向的走势。

除了这些市场内部因素之外，决定企业盈利走向的还有经济因素。股价的涨跌在很大程度上是由普遍预期未来盈利变化决定的。经济衰退将短期盈利的预测压得很低，足以动摇投资者对企业长期盈利能力的信心。这对股价造成暂时的沉重打击。

## 全球股票

那么，投资者是否应该警惕即将到来的经济衰退？对于欧洲、英国和加拿大，答案可以说是肯定的，因为在过去几季，这些地区的国内生产总值增长明显弱于美国。然而，从历史上看，影响全球主要股市最严重的是美国经济衰退。至于美国是否会出现经济衰退的问题，过去 18 个月来，大多数人的意见反覆摇摆。

RBC 全球资产管理公司首席经济师 Eric Lascelles 最近将美国经济软着陆（即不会衰退）的估计机率从 40% 上调至 60%，不过他指出，他先后的预测都与抛硬币没有多大区别。两种结果都可能出现。

我们同意这一观点，但认为投资者保持警惕更重要。软着陆论点需要克服的一个障碍是，当美联储实施紧缩政策而同时银行提高贷款标准时，从来没有出现过如此温和的结果。现在的情况是，大多数美国银行连续 6 个季度对几乎所有类别的贷款都提高贷款标准。

许多相信经济会软着陆的人士一直表示，整个紧缩过程已经持续了太长时间，经济

衰退还没有来临，因此得出衰退不会出现的结论。然而，纵观 20 世纪 50 年代初以来的所有经济衰退，平均而言，每次经济衰退都是在美联储首次加息 25 个月后出现。而这次出现衰退的时间可能是今年 4 月。请记住，在超过一半的情况下，等待时间比平均时间长。我们认为，断言经济衰退不会出现还为时过早。

还有一种普遍观点认为，第 4 季国内生产总值稳好，以及亚特兰大联储局 GDPNow 预测第 1 季年化增长率接近 3%，两者均显示经济衰退不太可能很快出现。但历史并不支持这个观点。回顾过去的情况，每次经济衰退开始前一季的国内生产总值增长率平均为 2.4%，但实际数字是，生产总值由 -2.7% 到 +9% 不等。

我们仍然坚持投资于股票，但会保持警惕。股市表现出持续的上升势头，在未来几周和几个月内可能进一步创下新高。不排除整固的可能性，但熊市的一些重要先兆尚未出现。

出现经济衰退的可能性仍然很高，选股时应谨记这点。

## 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

# 没有那么快

在评估市场走势和市场讯号时，背景始终很重要。2024 年的开局并不顺利，但这在很大程度上符合我们的预期，因为在 2023 年结束时，美国 and 全球债券市场出现历史性反弹。

在 2024 年头两个月，彭博全球综合债券指数下跌 3.8%，这是近年来开局表现最糟糕的期间之一。然而，在 2023 年的最后两个月，该指数上涨了 10.0% 以上。背景很重要。

考虑到这一点，从长远来看，实际上发生了什么变化？如图所示，去年底，市场对于今年央行减息的预期可能有些超前。在美国，市场去年 12 月就预测今年美联储有近 7 次减息，从目前的 5.33% 降至约 3.75%。此后，市场已将这些预期下调至 4 次减息，大约降至约 4.50%，全球也出现了类似的下调。

尽管市场对预期央行利率的定价出现波动，但我们对 2024 年的展望基本上保持

### 固定收益观点

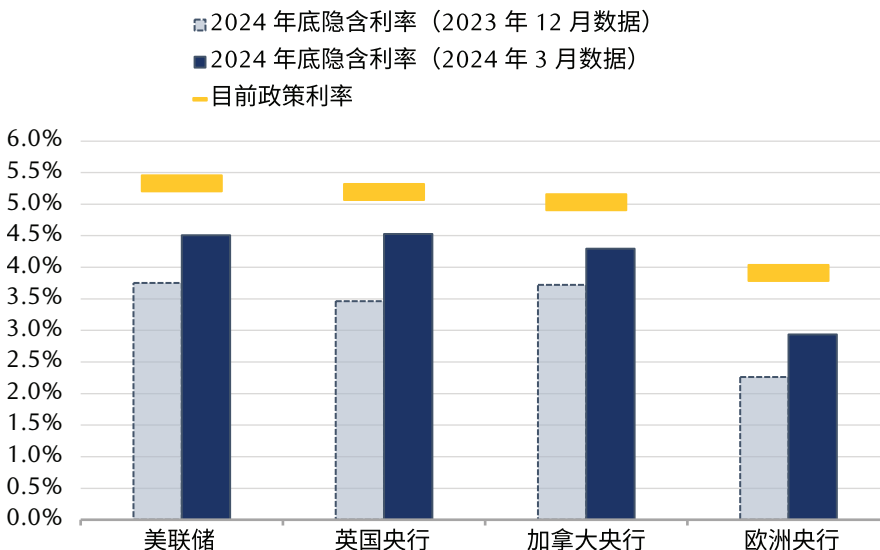
地区	政府债券	公司信贷	存续期
美国	+	-	3-7
加拿大	+	=	3-7
欧洲大陆	=	=	3-7
英国	=	=	3-7

+ 看好；= 中性；- 看淡  
资料来源——RBC 财富管理

不变：通胀压力仍在继续消退，即使前进的道路崎岖不平，因此央行需要谨慎调整政策利率。

美国新公布的通胀数据好坏参半。官方统计数据显示，1 月通胀放缓速度较彭博调查的普遍预期慢，但小型企业和采购经理调查显示，2 月提升价格的企业数量减少，这表明通胀放缓的压力仍然存在。

### 今年的市场订价仍预期减息，只是减息次数没那么多



资料来源——RBC 财富管理、彭博；隐含利率根据 2024 年 12 月隔夜指数掉期利率，截至 2024 年 2 月 22 日的的数据

## 全球固定收益

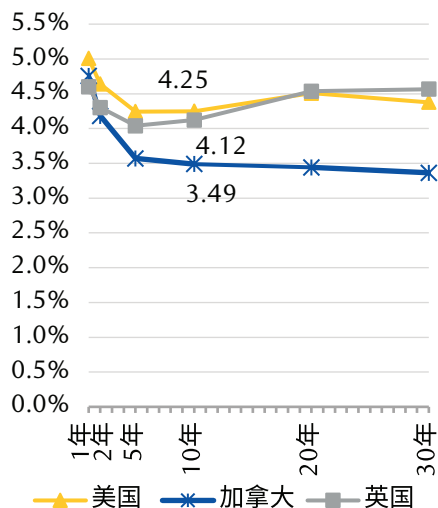
美联储官员对市场预期较早开始减息持相反意见是对的，因为他们希望看到更多证据表明通胀将会回落到 2.0% 的目标上。我们仍然认为，到今年夏天，美联储将有信心实行首次减息 25 个基点，随后将会继续减息。

欧洲和英国也出现类似的情况。通胀继续朝着正确的方向发展，但央行官员则希望有更多时间和数据来证实这一点。我们预

测英国央行将会在 8 月首次减息，而欧洲央行预计将在 6 月之前首次减息。

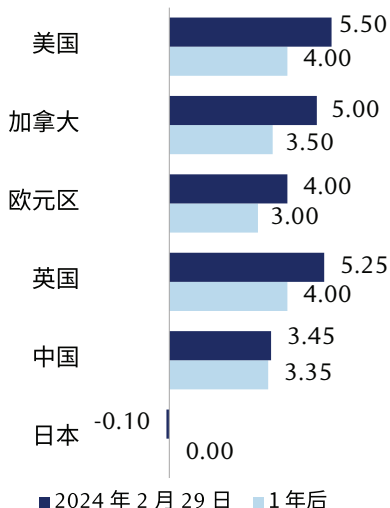
虽然在 2023 年底收益率下降后，我们在 1 月和 2 月调低了存续期，但我们会继续保持谨慎耐心。尽管如此，我们还是强烈建议投资者随时做好准备。尽管去年收益率可能跌幅过大，但现在也可能有升幅过大的风险。我们会尽量利用短期波动来获取长期收益。

主权收益率曲线



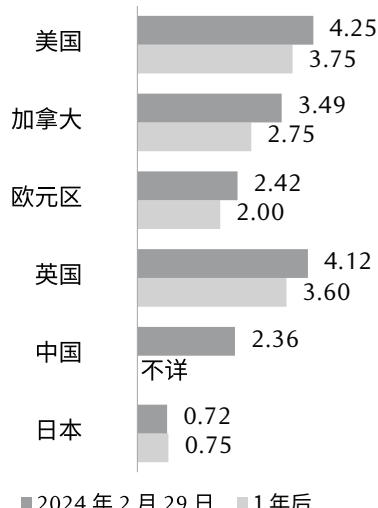
资料来源——彭博；截至2024年2月29日的数据

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 年期利率 (%)



注：欧元区以德国债券为代表。  
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

## 美国兴衰 记分卡

# 目前，衰退应到未到

由于仍有一些数据尚未公布，所以暂时无需调整记分卡上 7 个美国兴衰指标的定位。

一年多来，“有史以来最令人期待的经济衰退”已经成为一个被过度使用的词语。这句话的意思是，因为“所有人”都在期待经济衰退，所以衰退不会到来，或者至少衰退早该到来。我们认为，这两种观点都站不住脚。

没有任何证据表明，“预期率”（如果可以测量的话）能显示经济衰退开始的可能性。我们几乎看不到任何证据表明衰退已逾期了。最直接的衰退开始时间，是美联储首次加息后的时间间隔。平均而言，经济衰退是在首次加息之后 25 个月到来（即可能是今年 4 月）。当然，4 月也不会是一条“死”的界限。过往有一半情况，等待时间超过 25 个月。

美国经济兴衰的两个最可靠的领先指标完全在负数栏。虽然两者（根据平均数）都表明去年夏天是经济衰退的开始，但过往

也有延后出现衰退的情况。必须注意的是，经济衰退的正式开始日期可能要在衰退发生后数月或数季才公布。因此软着陆与硬着陆的争论在相当长的一段时间内都不会有定论。

有 3 项指标处于“具警示性”黄色栏，另外两项指标仍为绿色，显示经济扩张还会持续。

### 收益率曲线

#### （10 年期相对 1 年期国库券）

2022 年 7 月，1 年期国库券收益率大大高于 10 年期国库券，在随后一年的大部分时间，负息差进一步扩大，在 2023 年 6 月扩至最阔。根据该指标进入负值后的平均纪录显示，美国经济在去年夏末就已陷入衰退。然而，虽然收益率曲线“倒挂”与经济衰退开始之间的平均时距为 13 个月，但有 4 次的时距长过平均值，而最长可达 23 个月。

### 美国兴衰记分卡

指标	现况		
	扩张	中性	衰退
收益率曲线（10 年期相对 1 年期国库券）			✓
失业救济申领		✓	
失业率	✓		
美国经济评议会领先经济指数			✓
非金融业自由现金流	✓		
供应管理协会的“新订单减去库存”		✓	
联邦基金利率相对名义国内生产总值增长		✓	

资料来源——RBC 财富管理

## 美国兴衰记分卡

收益率曲线倒挂表明信贷正在收紧，美联储的“高级贷款主任调查”（最新一期于 2 月 5 日发表）连续 7 季传达的信息也强调这点。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标准，包括各种企业的商业和工业贷款、信用卡贷款、消费分期贷款、房屋贷款和商业房地产贷款。

1 年期收益率与 10 年期收益率之间的负息差在 6 月份为 158 个基点，是本周期迄今最阔的息差。之后，息差已大幅收窄至仅 75 个基点，表明正处于“去倒挂”期。从“倒挂”到“正常”的转变，往往出现在经济衰退开始或之前几个月。倒挂为时多久与继后衰退为时多久，也有很大的关联性。最近一次倒挂已有 20 个月，并且还在继续。

### 供应管理协会的“新订单减去库存”

在美国经济衰退即将开始之前，供应管理协会“采购经理指数”的新订单和库存分类指数之间的差值大多数会转为负值。但信号偶尔失准，即是显示衰退将至但之后没有到临。此外，该指标仅与制造业（约占美国经济的 15%）的活动相关，并且源自调查而非硬数据。基于这些原因，我们将其视为佐证指标而不是单独的决定性指标。

该指标最近期在 2022 年 9 月创下低位后稳步上升，2023 年 8 月的数据（我们使用 3 个月移动平均数）已回复到零以上，令指标由红色区转回黄色区。

### 美国经济评议会领先经济指数

这指标向来可靠地预早警告衰退将至。该指标跌破 1 年前的水平后，经济衰退通常会在两三季后出现。

该指标在 2022 年第 3 季转为负值，在兴衰记分卡上转为红色一栏。截至 2 月的报告，该指标已连续 22 个月下跌，深陷负值区域——尽管过去 6 个月按年下降速度有所放缓。我们从没见过该指标出现如此大跌幅而不出现衰退。

### 失业救济申领

本周期的每月低点出现在 2022 年 9 月。申领周期低点通常出现在下一次经济衰退开始前 12 个月左右。迄今为止，我们还没有见到该指标有更低的读数，因此，根据过往纪录，经济衰退最早可能在今年秋季开始。

事实上，短期工作、职位空缺、平均工作时间和加班时间都按年下降，这可能令申领失业救济的人数趋势发生逆转的可能性。在等待这种转变得到证实或申领再次减少时，我们暂时将该指标的状态保持在黄色区域。

### 失业率

2023 年 8 月，失业率跃升至 3.8%，为 2022 年 1 月以来的最高水平。该数据维持了 3 个月，然后到 1 月才回落至 3.7%。未来几个月，任何超过 4.0% 的移动都会推高该指标的平滑趋势，这表明经济衰退即将到临。一旦出现该讯号，从月度最低值（去年 4 月为 3.4%）到经济衰退开始，平均需要 8 到 9 个月。

## 美国兴衰记分卡

### 非金融业自由现金流

这数字表明企业内部有能力为想要或需要进行的资本开支提供资金。从过往纪录看，只要该数字出现按年下跌情况，企业资本开支通常就会随之下降，这意味着衰退将至或衰退正在加深。这数字在 2022 年第 4 季和 2023 年第 1 季均有所下降，然后在第 2 季略有回升，并在第 3 季再次上升。它仍远高于转为负数的交叉点。第 4 季的数据要到 3 月才发表，因此距离公布该数据的时间尚远。

### 联邦基金利率相对名义国内生产总值增长

过去 70 年，每次经济衰退之前或之初，联邦基金利率都高于名义国内生产总值的 6 个月年化推算率。（未剔除通胀的

名义国内生产总值。）自 2020 年第 4 季创下 23% 的疫后重启高点以来，国内生产总值推算率一直在下降。到去年年底，推算率已放缓至 7.2%，但仍远高于当时 4.50% 的联邦基金利率。现在，联邦基金利率已升至 5.50%，而第 4 季国内生产总值数据显示，6 个月名义国内生产总值增长推算率仍略高于 6.1%。我们预计，第 1 季名义国内生产总值增长将放缓至低于 5.5% 的联邦基金利率，这是经济衰退的必要前提。但就目前而言，这条底线尚未被彻底跨越。

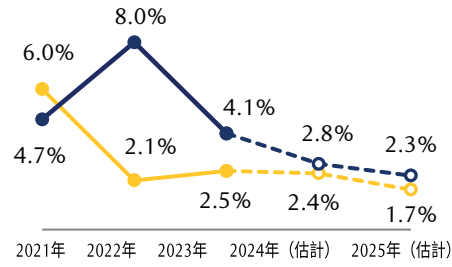
### 为时不多

权衡所有 7 项指标的当前状况及预测其走势后，我们认为美国在这个春季步入衰退的可能性越来越大。

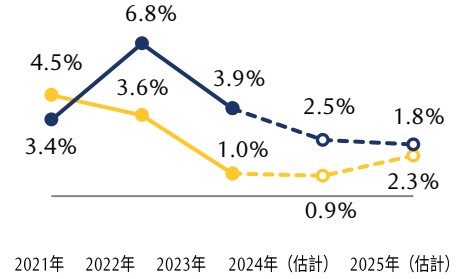


# 主要 预测

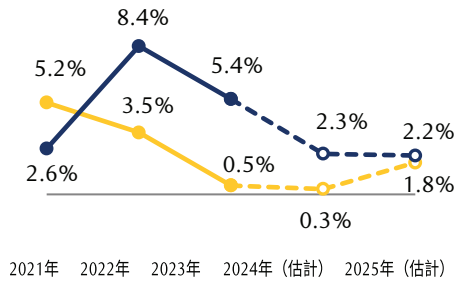
## 美国



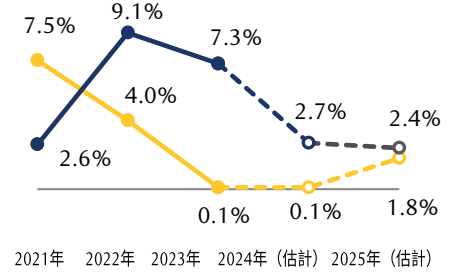
## 加拿大



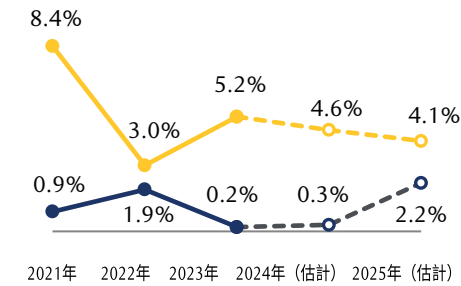
## 欧元区



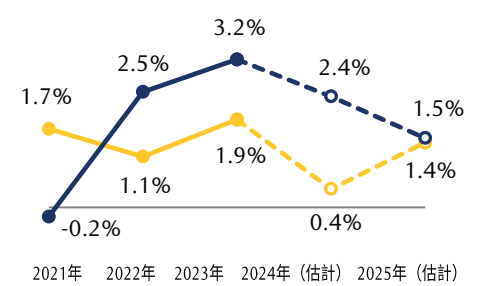
## 英国



## 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。

该委员会利用 RBC 投资策略委员会 (RISC) 制定的整体市场前景，并利用 RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场有限公司及第三方资源的研究，提供其他策略及主题支援。

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

# 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 条规则所规范。

如果是摘要报告 (包括 6 家或更多家公司)，RBC 财富管理可能会选择提供重要的信息披露以作为参考。如要取得现有的信息披露，客户可参阅 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以检视有关 RBC 财富管理及其关联公司的信息披露。此类资讯也可向 RBC 财富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

## RBC 资本市场有限公司评级分布

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。

## 估值以及评级和目标价格面临的风险

RBC 资本市场有限公司在研究报告中对一家公司进行估值时，美国金融业监管局规则和纽约证券交易所规则 (已纳入美国金融业监管局规则手册) 要求说明估值的依据以及获得估值的障碍。在适用的情况下，这些信息分别包含在我们的研究报告中题为“估值”及“评级和目标价格面临的风险”的部分。

负责编写本研究报告的分析师已经 (或将要) 获得基于各种因素的报酬，包括 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的总收入，其中一部分收入是或已经是由 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的投资银行业务活动产生的。

## 其他信息披露

借助全国研究资料来源编写。RBC 财富管理编写本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据 (或至少部分根据) 我们的第三方研究服务代理所提供的资料编写。我们的第三方代理已授予 RBC 财富管理使用其研究报告作为原始资料的一般许可，但并未审查或批准本报告，也未被告知本报告的发表。我们的第三方代理可能会不时持有本文提及的证券的长仓或短仓、进行交易或做市。我们的第三方代理可能会不时为本报告中提及的公司提供投资银行业务或其他服务，或向其招揽投资银行业务或其他业务。

RBC 财富管理尽一切合理努力，同时向所有符合条件的客户提供研究报告，并考虑到海外司法管辖区的当地时区。在某些投资顾问账户中，RBC 财富管理或指定的第三方将担任我们客户的外包经理，并在收到本报告后为这些账户启动报告中提及的证券交易。这些交易可能在您收到本报告之前或之后发生，并可能对发生交易的证券的市场价格产生短期影响。RBC 财富管理的研究报告发布在我们的专有网站上，以确保符合条件的客户及时收到评级、目标和意见的输入和变更。销售人员可以透过电邮、传真或普通邮件进行额外的分发。客户亦可透过

第三方供应商收取我们的研究报告。请与我们的 RBC 财富管理财务顾问联络，瞭解有关 RBC 财富管理研究的进一步详情。

**利益冲突的信息披露：**RBC 财富管理已经在证券交易委员会作为经纪人/经銷人和投资顾问注册，提供经纪和投资顾问服务。RBC 财富管理的《管理投资研究的利益冲突政策》可浏览网站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。与我们的投资顾问业务相关的利益冲突，请参阅公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》。相关文件的副本可向财务顾问索取。我们保留随时修改或增补此项政策、《ADV 表第 2A 部分附件1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》的权利。

作者受雇于以下其中一间机构：美国 RBC 财富管理——RBC 资本市场有限公司的分部，后者为证券经纪人/经銷人，主要办事处位于美国明尼苏达州和纽约州；RBC 多美年证券有限公司——证券经纪人/经銷人，主要办事处位于加拿大多伦多；加拿大皇家银行香港分行，受香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会（“证监会”）监管；加拿大皇家银行新加坡分行——持牌批发银行，主要办事处位于新加坡；RBC 欧洲有限公司——持牌银行，主要办事处位于英国伦敦。

### 第三方免责声明

全球行业分类标准（“GICS”），是由摩根斯坦利资本国际有限公司（“MSCI”）及标准普尔金融服务有限公司（“标普”）开发，是其专有财产及服务商标，加拿大皇家银行获准使用。MSCI、标普或任何其他参与制定或编纂 GICS 或任何 GICS 分类的各方均不对此类标准或分类（或使用此类标准或分类将获得的结果）作出任何明示或暗示的保证或陈述，所有上述各方特此明确声明不对任何此类标准或分类的原创性、准确性、完整性、适销性和特定用途的适用性作出任何保证。在不限制上述任何规定的前提下，在任何情况下，MSCI、标普、其关联公司或参与制作或编制 GICS 或 GICS 分类的第三方均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已被告知可能发生此类损害。

### 免责声明

本报告中包含的资讯由 RBC 资本市场有限公司分部 RBC 财富管理根据相信可靠的来源撰写而成，但加拿大皇家银行、RBC 财富管理及其关联公司或任何其他人士对此类资讯的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。本报告的所有观点和推测，均为 RBC 财富管理截至本报告发布之日的判断，谨供投资者参考，不负有法律责任，如有变更，恕不另行通知。过往的表现并不代表未来的业绩，未来的回报并没有保证，原初的资本亦有可能会损失。加拿大各省、美国各州以及世界上大多数国家都有自己的法律，对可以向本国居民提供的证券和其他投资产品的类型以及相关程序做出规定。因此，本报告中讨论的证券在某些司法管辖区可能不符合销售条件。本报告不是，且在任何情况下都不应被解释为，任何未依法获准在任何司法管辖区开展证券经纪或交易业务的个人或公司，在该司法管辖区以证券经纪或交易商身份进行的招揽。本报告中的任何内容均不构成法律、会计或税务建议或针对个人的投资建议。本资料供客户（包括加拿大皇家银行关联公司的客户）传阅，并不考虑任何特定人士的具体情况或需求。本报告中包含的投资或服务可能不适合您，如果对此类投资或服务的适合性有疑问，建议您咨询独立的投资顾问。在法律允许的最大范围内，对于因使用本报告或其中包含的信息而引起的或与之相关的直接、间接或后果性损失，加拿大皇家银行或其关联公司或其他人均不承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版或复制本文件的内容。在美国，RBC 财富管理作为 RBC 资本市场有限公司的一个部门营运。在加拿大，RBC 财富管理包括但不限于 RBC 多美年证券有限公司、后者是 RBC 资本市场有限公司的外国关联公司。本报告由 RBC 资本市场有限公司编制。如需更多信息，请联系我们。

**美国居民：**本刊物已获得 RBC 资本市场有限公司、纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局（FINRA）、证券投资者保护公司（SIPC）会员的批准。RBC 资本市场有限公司是在美国注册的经纪人/经銷人，承担本报告及其在美国分发的责任。对于任何收到本报告的美国人来说，如果您不是注册经纪人/经銷人或经銷人身份经营的银行，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