

全球 透視



Wealth
Management
財富管理

全球投資組合顧問委員會的觀點

2024 年 10 月

成功的代價很高，但不會太高

美聯儲終於積極減息。雖然較陡的收益率曲線反映出市場對於減息將支撐經濟前景的樂觀看法，但進一步的陡峭化可能是美聯儲將大幅度減息的訊號，很可能是由於經濟衰退所致。

Thomas Garretson (特許財務分析師) | 第 4 頁



本期其他內容



全球股票
支持度下降？



大宗商品
原油：預測需求下降



貨幣
美元／日圓急跌



主要預測

製作：東岸時間 2024 年 10 月 2 日上午 11:59；刊出：東岸時間 2024 年 10 月 2 日下午 2:00

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 24 頁。

RBC 財富管理提供的投資和保險產品不受聯邦存款保險公司或其他聯邦政府機構的保險，也不是銀行或銀行附屬機構的存款或債務，或由銀行或銀行附屬機構提供擔保，並且存在投資風險，包括可能損失投資本金。

全球

透視

2024 年 10 月

目錄

4 每月焦點 | 成功的代價很高，但不會太高

美聯儲終於積極減息。雖然較陡的收益率曲線反映出市場對於減息將支撐經濟前景的樂觀看法，但進一步的陡峭化可能是美聯儲將大幅度減息的訊號，很可能是由於經濟衰退所致。

10 全球股票 | 支持度下降

目前股市的升勢可能還會持續。然而，情緒和估值這 2 項指標所提供的支持遠遠不及 2 年前，所以就更加需要採取審慎、觀望的態度。

市場方面

3 RBC 的投資立場

12 地區股市觀點

16 地區固定收益觀點

20 大宗商品

21 貨幣

22 主要預測

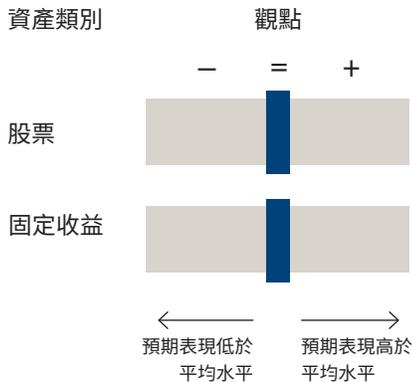
除另有說明外，所有價格均為 2024 年 9 月 30 日的收市價（美元）。



Wealth
Management
財富管理

RBC 的投資 立場

全球資產類別觀點



(+/-/=) 代表全球投資組合顧問委員會對未來 12 個月的投資觀點。

+ 看好：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能高於平均水平。

= 持平：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能維持平均水平。

- 看淡：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能低於平均水平。

資料來源——RBC 財富管理

股票

- 隨著越來越多的央行從加息轉為減息（其中最顯著的是美聯儲），主要股票指數與全球指數一起均升至歷史新高，包括標普 500 指數、加拿大 TSX 指數、STOXX 歐洲 600 指數。
- 市場人士對美國經濟軟著陸的樂觀情緒高漲，也是造成股市上漲的原因之一。儘管經濟衰退的風險仍然存在，RBC 全球資產管理有限公司首席經濟學家 Eric Lascelles 將未來 12 個月的衰退概率從 40% 調低至 30%。只要經濟保持韌性，標普 500 指數的利潤今年似乎會有 2 位數的增長，明年則會進一步上揚。
- 中國最近推出的多方面刺激方案，為全球增長增添另一樂觀因素，不僅提振新興市場股票，亦刺激與中國有收入關係的發達市場股票。
- 我們對美國及全球股市維持「市場比重」的立場，並繼續看好優質派息股，其估值受盈利增長前景支持。

固定收益

- 彭博全球綜合債券指數的平均收益率在 2024 年 4 月達到高位 4.1% 後，於 9 月降至約 3.3%，全球債券收益率已跌至本年度的最低水平。多國央行已採取措施，透過減息放寬貨幣政策，美聯儲也跟著在 9 月政策會議上減息 50 個基點，幅度大於預期。我們仍預期各主要央行今年將進一步減息。
- 全球通脹壓力在年初短暫上揚後持續改善，讓各國央行得以展開貨幣政策寬鬆週期，但其重點正逐漸從通脹轉移到經濟增長與就業市場的憂慮。我們大致上仍建議固定收益投資者在全球寬鬆週期中延長存續期，但在近期因預期全球寬鬆而導致收益率大幅下跌後，可能需要一些耐心。
- 在收益率仍高於數十年平均水平的環境下，我們重申對美國固定收益維持在市場比重。全球而言，我們傾向於主權債券而非公司債券，因為與未來經濟風險高企相比，公司債券的估值仍然較高。

每月
焦點



Thomas Garretson
(特許財務分析師)

美國明尼阿波利斯

thomas.garretson@rbc.com

成功的代價很高 但不會太高

美聯儲終於採取積極行動，下調利率，從而扭轉了自 2022 年 2 月以來一直存在的收益率曲線倒掛現象。雖然較陡峭的收益率曲線反映出市場對於減息將支撐經濟前景的樂觀看法，但我們認為進一步陡峭化可能會被視為美聯儲將大幅減息的訊號，很可能是為了應對經濟衰退。

美聯儲終於加入少數幾家全球央行的行列，下調利率，以作為對 2022 年達到頂峰後顯著改善的全球通膨浪潮的回應。

為了應對全球通脹浪潮，到 2023 年中期，美聯儲已將利率提高至 2007 年以來美國最高水平，並保持有記錄以來最長的加息週期之一，這可能導致經濟放緩。不過，根據市場的反應，美聯儲在 9 月主動減息 50 個基點，而且幅度超大，加上有跡象顯示美聯儲還會繼續減息，因此即使市場憂慮仍在，美聯儲的減息應能提振經濟前景。

RBC 全球資產管理有限公司的首席經濟學家 Eric Lascelles 也看好美聯儲的行動，將未來 12 個月內出現衰退的機率從先前的 40% 調降至 30%。他指出：

- 美聯儲將政策利率下調 50 個基點，這不但支撐了經濟，並發出訊號，表示如果經濟不穩，美聯儲可能會繼續快速行動。
- 過去 6 週的經濟數據已有所改善，ISM 服務業採購經理指數回升至 50 以上（顯示經濟活動擴張）、失業率下降、申領失業金人數穩步回落、零售業銷售出乎意料地錄得理想成績，而根據亞特蘭大聯儲的 GDPNow 模型，第 3 季 GDP 年化增長率強勁，達到 3.1%。
- 信貸市場的壓力似乎不大。信貸利差收窄，房屋貸款利率下降，銀行貸款標準放寬。
- 油價下跌進一步支持經濟增長，也降低通脹重燃的風險。

儘管如此，美國經濟（尤其是就業市場）的下行風險仍未完全消散，我們預期美聯儲近期將進一步超大幅度減息。

成功的代價

當前大幅降息，之後再小幅降息

美聯儲可能已經汲取了 2022 年加息週期的教訓，一開始就減息 50 個基點。在 2022 年 3 月，美聯儲以標準加息 25 個基點揭開序幕，但很快就不得不改為加息 50、75、75、75、75 和 50 個基點的較大幅度加息，以趕上不斷上升的通貨膨脹。之後，他們以一連串 25 個基點的加息來完成這個週期，並於 2023 年 7 月結束。

因此，這種起步緩慢的風險，以及可能落後於經濟降溫的風險，或許已納入美聯儲的考量，也是我們相信至少會再有數次大幅減息的原因。如下圖所示，市場預期利率將迅速回到較為中性的水平，也就是說，對經濟增長與通貨膨脹而言，既非限制性也非刺激性的水平，美聯儲目前判斷中性利率約為 3%，仍是歷史上較高的水平。

市場預測利率將迅速回到「中性」水平



虛線表示市場預測聯邦基金利率的走勢以及美聯儲估計的中性利率（政策利率高於中性利率被視為限制經濟增長；低於中性利率被視為支持經濟增長）。陰影區域表示美國經濟衰退。

資料來源——RBC 財富管理、紐約聯邦儲備銀行、彭博；截至 2024 年 9 月 24 日的數據

由於所有的目光都集中在就業市場，消費者對就業市場的情緒仍在惡化，這也支持了我們的觀點，即美聯儲今年可能至少會再減息 50 個基點。如下圖所示，在美國經濟諮商局 9 月的調查中，有 18% 的受訪者表示工作「難找」，較年初時的 11% 為高。過去 30 年來，這項調查與官方失業率的相關度高達 90%，顯示失業率可能會進一步攀升。

考慮到就業市場狀況，額外減息的門檻可能相對較低。在 9 月的政策會議上，美聯儲預測今年將減息 100 個基點，是基於失業率將略為上升的假設，從 4.2% 升至 4.4%。如果失業率上升得較快，美聯儲也可能會較快地減息。在 11 月 6-7 日的會議之前，還將有 2 份《薪資報告》發佈，這些數據將是決定美聯儲下一步行動的關鍵。

成功的代價

消費者持續認為美國就業市場疲弱



「工作難找」是指在美国经济谘商局每月的消费者信心调查中，持这种观点的受访者所占的比例。阴影区表示美国经济衰退。

資料來源——RBC 财富管理、美國勞工統計局、美國經濟諮商局；截至 2024 年 9 月的數據

重點是，美聯儲需要快速行動，讓政策利率更接近「中性」水平。我們認為，謹慎地將利率調整至「中性」水平的時機將會稍後到來。

成功的代價很高，但不會太高

收益率曲線可能是經濟前景最重要、最可靠的市場訊號之一。既直觀，又簡單。短期利率受美聯儲控制，而長期利率則主要受市場人士影響，一般反映市場對經濟增長和通脹的預期。

當曲線倒掛時，就像直到最近為止的情況一樣，這是市場的訊號，表示政策利率正限制經濟活動和通貨膨脹。反之，市場則判定美聯儲的政策利率為刺激經濟增長和通貨膨脹。

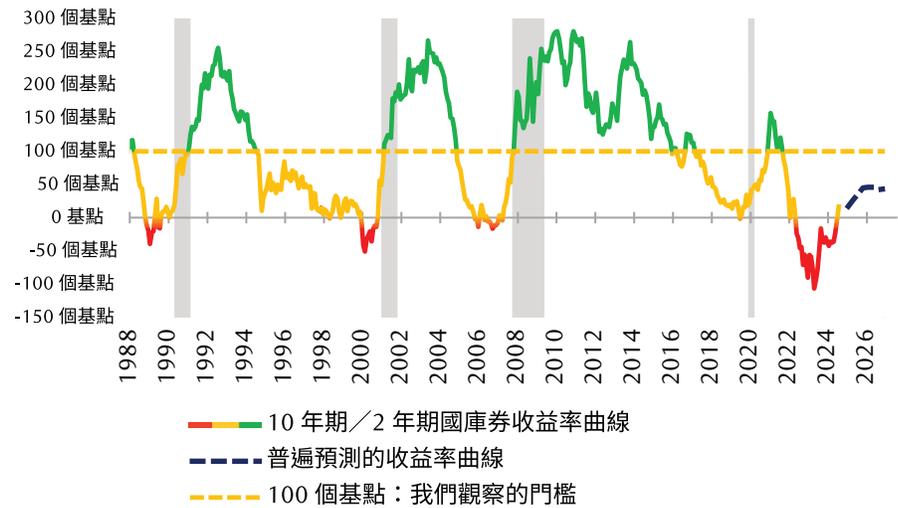
對於仍對經濟衰退風險保持警惕的投資者而言，這可能是值得關注的指標。沒有嚴格的規則——這可能聽起來很好——但是從過往紀錄看，一旦收益率曲線陡峭到 100 個基點以上，緊接著的就是經濟衰退。直觀上看，這種差距的擴大，是因為 2 年期國庫券收益率急劇下降，超過長期收益率，因為市場預計美聯儲將大幅減息以應對經濟衰退。

但美聯儲能否取得平衡？在美聯儲減息後，收益率曲線保持平穩並維持一段時間的時期只有一次，那是在 1990 年代中期到後期。目前的利率預測表明，收益率曲線將保持在「Goldilocks 區間」。這意味著，收益率曲線將足夠陡峭，為經濟提供一定支持，同時不會增加通脹風險，但也不會陡峭到美聯儲因經濟衰退而需要減息。

成功的代價

倒掛的結束

10年期／2年期國庫券收益率曲線在一段時間的深度倒掛後回歸正值，可能會產生重大的經濟影響



陰影區表示美國經濟衰退。

資料來源——RBC 財富管理，彭博

固定收益投資組合策略

央行官員可能剛開始減息，但在市場看來，減息似乎已經結束了。

市場通常會對未來進行定價，這是很常見的。目前的情況是，市場對 2025 年之前進一步減息 200 個基點已有充分預測，這在很大程度上已反映在債券價格和收益率上。

下一頁的圖表顯示，大多數固定收益投資在過去 1 年都有不錯的表現，尤其是在 4 月，當時 10 年期國庫券收益率達到 4.7%。自此之後，最低跌至 3.6%。隨著收益率下降，債券價格上漲，加上賺取的票息，最近帶來了強勁的總回報。

過去幾個月，我們一直在敦促投資者退出現金及／或短期債券，轉而在美聯儲減息之前，透過較長的存續期鎖定收益率。

彭博美國綜合債券指數在過去一年上漲了 8%，而這一年是標普 500 指數表現強勁的一年。高收益公司債券正處於有紀錄以來最好的表現之一，部分反映出投資者對美聯儲（至少目前）已經擺脫經濟衰退風險的樂觀看法。

不幸的是，對於固定收益投資者來說，債券市場的大部分收益已經實現。要想從債券市場獲得更多收益，市場可能需要開始預期美國經濟出現重大衰退的風險增加，但我們目前並不這麼認為。

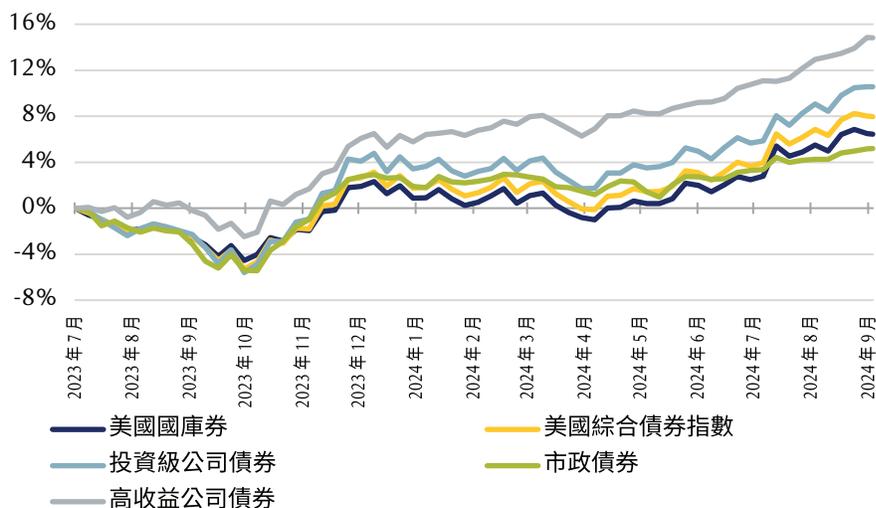
成功的代價

因此，在我們看來，相對於逢低買入債券或收益率提高、逐步延長債券的存續期，以及在債券的配置上保持中性，這一策略並不那麼令人興奮，因為當前幾乎沒有明顯有吸引力的選擇。

由於信貸市場較往常昂貴，我們仍偏好投資於優質債券。即使在最好的經濟情況下，我們認為投資級債券等板塊的表現可能僅與美國國庫券持平，因此我們更傾向於選擇國庫券，因為一旦出現經濟衰退，國庫券可以為投資組合提供下行保護和資本保值。

債券在過去 12 個月表現強勁

自上次美聯儲加息（2023 年 7 月）以來的市場表現



資料來源——RBC 財富管理、彭博；國庫券以彭博美國國庫債券指數為代表，公司債券以彭博美國公司債券指數和美國高收益公司債券指數為代表，市政債券以彭博市政債券指數為代表；截至 2024 年 9 月 23 日的數據

對消費者利率的影響

最後，美聯儲減息的實際意義是什麼？如前所述，由於投資者預期美聯儲將持續減息，國庫券收益率已經連續數月下跌，因此，美聯儲接下來的措施只是繼續減息。換句話說，市場利率已將未來大部分的減息計算在內，消費者利率應在未來幾個月逐漸反映出來。

例如，30 年期房屋貸款利率基本上是以 10 年期國庫券收益率來定價的。4 月 25 日，10 年期國庫券收益率為 4.7%，而 30 年期房貸利率平均為 7.6%，分別創下 2024 年的高位。此後，兩者分別下降約 90 個基點至 3.8% 和 6.7%。

那麼，房貸利率將何去何從？有兩件事情需要考慮：10 年期國庫券收益率本身，以及其與 30 年期房屋貸款利率之間的利差，目前約為 300 個基點。

成功的代價

根據彭博 9 月的分析師調查，10 年期國庫券收益率明年初將降至 3.7%，到 2025 年底將降至 3.6%。如果利差保持平穩，房屋貸款利率可能已達到近期低位。

但利差又如何呢？房屋貸款利率較 10 年期國庫券收益率高出 300 個基點，是歷史上最昂貴的利率。在新冠疫情之前，該利差接近 150 至 200 個基點。原因眾多，在此不一一贅述，但簡而言之，我們確實看到房貸利差有一定的縮窄空間，尤其是在美聯儲停止縮減資產負債表的情況下，我們認為 2025 年稍後時間很有可能出現這種情況。

如果收益率降低，房貸利差收窄，房貸利率的下個目標可能是 6.0%，之後逐漸降至 5.0%。但較低的利率可能只會在經濟衰退時出現。

尚未達到目標

美聯儲希望一連串的減息足以避免衰退，並支持經濟持續擴張。但必須指出的是，央行官員總是希望寬鬆週期能這樣發展，只是很少有這樣的情況發生。

儘管我們對美聯儲的積極主動感到鼓舞，並認同軟著陸仍然存在的觀點，但我們必須意識到，在經歷激進的加息週期之後，上次加息與第 1 次減息之間相隔約 14 個月，經濟在未來一段時間內可能會面臨更多風險。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

支持度下降？

股市從 2022 年的低點開始上揚，至今已持續 24 個月。唯一值得注意的回落是 2023 年春季的 3 個月 10% 回調。此後，標普 500 指數只有一次月度收市價低於這一水平。發達經濟體的股市或多或少都是如此。

不幸的是，我們無法確切知道下一次市場回調的時間。痛苦事件之間的間隔差距非常大，有時可能是幾個月，也可能是幾年。我們認為目前市場的升勢可能會持續一段時間。然而，投資者情緒和股市估值，這兩個關鍵因素已不像兩年前那麼強勁，使得市場進一步上升的支持度降低。

投資者開始對市場的高估值沾沾自喜

在 2022 年 10 月的市場低位時，多項衡量投資情緒的指標都極為悲觀。在過去的 24 個月中，投資者的態度逐漸轉趨樂觀：看漲的情緒目前持續高於平均值，看跌的情緒則遠低於平均值。儘管投資情緒尚未達到「泡沫化」或「非理性亢奮」的程度，但「自滿」的情緒已經表露無遺。

估值也顯示類似情況。在 2022 年 10 月的低位時，標普 500 指數的市盈率為 16 倍，略高於其長期平均值。目前股市昂貴，市盈率为今年預期盈利 \$247 的 23.2 倍（比去年高出 11.2%）。明年的市盈率預計為預期盈利 \$280 的 20.5 倍（較今年增加 13.3%）。「定價完美」可能言過其實，但「定價持續高於平均盈利增長」看來是正確評估。

股票觀點

地區	目前
全球	=
美國	=
加拿大	=
歐洲大陸	=
英國	-
亞洲（日本除外）	=
日本	+

+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

市盈率從低迷水平回升，是一個值得歡迎的訊號，顯示經濟前景與企業盈利增長正逐漸回復正常。但我們認為，市盈率上升表明投資者開始相信高於平均水平的盈利增長將持續下去，但這種預期並不現實。

儘管如此，最近對過去數據的年度修訂顯示，過去 1 年的企業收入和利潤以及消費者收入和儲蓄均高於最初報告的數字。這些對美國整體經濟的修正，不會改變標普 500 指數已公佈的盈利，但可能會讓分析師對今明兩年的預估更加放心。（這些修正並未使我們的《美國經濟興衰表》中的指標回到更有利的讀數）。我們不清楚這些優於報告的經濟數據是否會使美聯儲在即將舉行的政策會議上降低減息的傾向。

消費者不樂觀

我們的焦點在於美國消費（約佔 GDP 的 70%）。不僅家庭對目前狀況的評估較年初大幅下滑，而且在美國經濟諮商局的 9 月消費者信心調查中，有越來越多的受訪者表示「工作難找」，這項統計與失業率有很好的關聯性。一些消費行為也反映出這些憂慮。

全球股票

房屋貸款銀行家協會 (Mortgage Bankers Association) 的報告指出，美國的房屋貸款申請自春季以來大幅增加。然而，與購房相關的申請相對較少，而尋求現有房貸再融資的申請則激增（最近一週增長 20%），佔申請總數的絕大部分。由於利率下降幅度不足以使再融資突然變得極具吸引力，我們得尋找再融資的其他理由。

用成本較低的房屋貸款來償還成本較高的消費貸款可能是明智之舉：信用卡利率現在為 23%（比 2 年前上升 9%），而汽車貸款利率已從 4% 上升至 9%。但到目前為止，我們看不到有跡象顯示這種以低成本貸款償還高成本貸款的情況正在發生。信用卡餘額和汽車貸款持續增加，貸款拖欠也是如此。

因此，房貸再融資看來是為了支持現有的開支水平，而不是為了償還債務，這是一個令人擔憂的趨勢，但還未到嚴重的地步。

我們預期美國 2025 年的 GDP 增長將放緩，或許足以引發衰退，但也許不會。央行減息幾乎無處不歡迎，尤其是美聯儲，但貨幣政策是滯後的，因此這些初步減息不太可能在明年仲夏之前顯示在經濟活動的改善上。我們也不應指望減息本身就能阻止經濟衰退：在過去 10 次經濟衰退中，有 8 次在衰退開始之前，美聯儲就已經開始調降基金利率。

謹慎行事

回調可能看似「突然」出現。由於現時的市盈率相當高，加上投資者普遍樂觀，或至少是自滿，因此或有人預測回調很快就會來臨。然而，我們不會這樣想，因為無論哪種情況，出錯的機率都很高。

儘管如此，我們還是要強調，目前還沒有出現熊市（而非市場回落）的關鍵指標，還沒有看到市場廣度的顯著下降。標普 500 漲跌線和標普 500 等權重指數連續創出新高，而標普 500 市值加權指數也迅速跟上。

當熊市來臨時，情況會有所不同。即使少數績優大盤股仍在推動指數達到最終峰值，但由於大多數股票都在下跌，因此漲跌線會走低。今天，這種分歧並不明顯。

只要市場廣度與總體平均水平「保持一致」，我們傾向於相信股票的價值。

然而，如果新一輪市場反彈出現，而廣度指標卻下降並進入下行趨勢，那麼股市可能會出現更顯著、更廣泛的回落。因此，我們更需要採取謹慎、觀望的態度。

地區股市觀點

Kelly Bogdanova

美國三藩市 (舊金山)
kelly.bogdanova@rbc.com

Sunny Singh (特許財務分析師)

加拿大多倫多
sunny.singh@rbc.com

Frédérique Carrier

英國倫敦
frederique.carrier@rbc.com

Jasmine Duan

中國香港
jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee (特許財務分析師)

新加坡
nicholas.gwee@rbc.com

美國

■ 標普 500 指數在第 3 季幾度回落後反彈，因為美聯儲自 2020 年春季以來首次減息的訊息越來越明朗。該指數在 9 月 19 日創下歷史新高，也就是美聯儲首次減息 50 個基點的第 2 天。

■ 在未來幾個月，有 3 項因素可能最能左右市場的發展趨勢：(1) 公司第 3 季業績、2024 年第 4 季的趨勢，以及 2025 年的盈利預測；(2) 經濟數據，特別是那些顯示最有可能出現軟著陸或衰退的數據；以及 (3) 美聯儲如何根據經濟數據對進一步減息的時間和幅度作出反應。

■ 第 3 季財報季臨近，根據Refinitiv「機構經紀商預測系統」的數據，標普500 指數成分股公司對該季度的普遍預測在過去一個月內一直穩定在每股盈利 61 美元。盈利預測通常會在財報季前下降。

■ 儘管今年發生了不同尋常且史無前例的事件，兩位主要候選人之間也存在**重大政策分歧**，但到目前為止，總統選舉活動並未對市場產生太大影響。如圖所示，到目前

為止，標普 500 指數的表現遠遠優於 1928 年以來總統選舉年平均 7.5% 的升幅。這主要歸功於對經濟和人工智能創新的樂觀態度。在選舉之前或之後看到一些波動也不足為奇。

■ 無論選舉結果如何，其他因素將在塑造市場的中長期方向上扮演更重要的角色，例如商業週期的起伏、美聯儲的貨幣政策，以及產業創新。

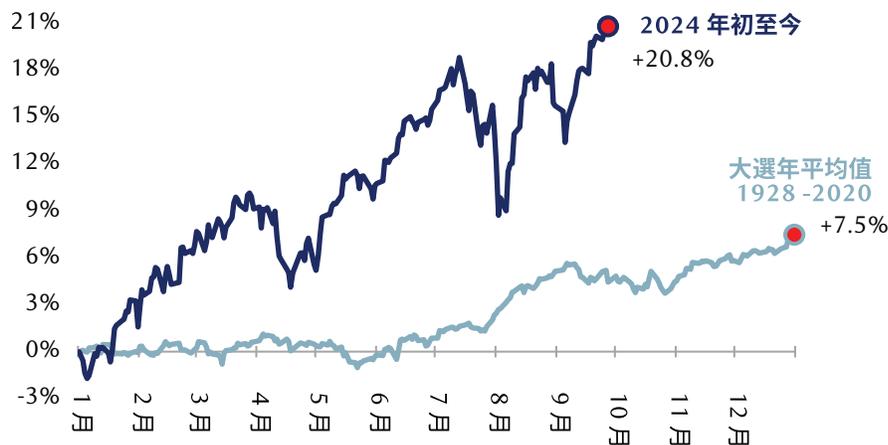
■ 我們繼續建議以「市場比重」持有美國股票，這是一種建設性的配置。我們尚未看到牛市可能結束的明顯跡象，但也意識到經濟衰退的風險仍然存在。

加拿大

■ 加拿大經濟在 2024 年第 2 季增長 2.1%，但仍不足以減緩人均負增長的趨勢。家庭開支放緩，消費者將較大比例的收入用於償債。加拿大央行繼續減息的條件仍然存在，這將有助於減輕家庭受到利率上升的沖擊，RBC 經濟研究部認為，這應該能夠支持經濟在 2025 年前保持適度增長。然而，我們仍對下行風險保持警

今年市場的非典型表現

標普 500 指數在總統選舉年的回報



資料來源——RBC 財富管理、彭博；總統選舉年的價格數據，不包括股息；2024 年數據截至 2024 年 9 月 30 日

地區股市觀點

覺，並認識到低收入消費者已經面臨的壓力。我們繼續主張從這個角度檢視股票投資組合，偏重於優質股票，並避開非必需消費品股。

■ 銀行的 2024 年第 3 季財報大致上優於預期，但有一間銀行的信貸虧損超出預期。在經濟可能軟著陸，以及信貸虧損可能達到高峰的情況下，我們認為目前估值合理。然而，我們需要進一步證據來證明信貸損失達到峰值，然後才能對該行業持更樂觀的態度。

■ 我們繼續看好工業股，從預期盈利增長及品牌品質來看，多間公司的估值合理。

■ 資源行業方面，貴金屬礦業公司在創新高的黃金價格下表現優異。雖然難以預測，但中央銀行需要分散儲備，黃金仍有強大的需求。

■ 我們繼續看好石油生產商的股東現金回報前景。我們認為油價可能在一定幅度內波動，地緣政治風險為油價提供下限，而過剩的產能則為油價提供上限。儘管如此，我們認為每桶 70 美元至 80 美元的價格，可提供足夠的現金作為股東回報。

■ 市場中最弱的板塊是電訊服務。隨著現有企業爭奪市場份額，2023 年初開始的激烈競爭一直持續到 2024 年。競爭激烈、增長前景轉弱、利率高企以及資產負債表槓桿率上升等，都讓我們對該行業不抱樂觀態度。

英國

■ 英國在 2024 年上半年的經濟表現穩健，現在似乎正在失去動力。與上月比較，7 月的 GDP 持平。由於 9 月的採購經理指數仍顯示穩健增長，英國 2024 年的經濟很有可能達到 RBC 資本市場預測的 1.1% 增長率。

■ 雖然通脹趨勢走低，但仍相對堅挺，因此今年的貨幣政策可能會維持緊縮。8 月，核心通脹率（不包括石油和食品價格）達到 3.6%，而服務業通脹率（英國央行最關注的指標）仍徘徊在 5.5% 以上。RBC 資本市場預測，央行利率在 2024 年底將降至 4.75%，低於目前的 5%。

■ 工黨新政府開局之舉是對國家財政進行大刀闊斧的改革。財政大臣強調，前任政府留下的赤字略低於 GDP 的 1%。即將於 10 月 30 日公佈的預算案很有可能包括加稅，這可能會影響經濟增長前景。

■ 儘管國內經濟背景雜亂，但英國股市在過去 6 個月的表現（以美元計價）仍領先其他主要發達市場，富時綜合股價指數的總回報率約為 12%。英國防禦性較強的行業是英國股市表現優異的關鍵因素，醫療保健、必需消費品和公用事業板塊表現突出，這幫助英國股市近期表現優於其他市場。如果防禦性股票繼續領導市場，英國可能會在一段時間內繼續跑贏其他市場。

■ 英國的估值仍接近歷史低水平。在行業中性基礎上（即根據行業偏好進行調整），英國股市市盈率遠低於全球發達市場的長期中位數市盈率。

地區股市觀點

■ 我們認為，估值低於其他市場同類上市公司的英國優質大型企業股，對於全球投資者而言仍不失為長期投資良機。專注於本地市場的英國股票存在一些不錯的機會，尤其是那些與英國消費開支相關的股票。我們認為，這些股票將受惠於未來 12 個月的減息。

歐洲大陸

■ 歐洲經濟增長遜於市場預期，9 月的經濟指標顯示第 3 季 GDP 按季增長僅為 0.1%。儘管經濟增長疲弱，就業市場仍然非常健康，失業率為 6.4%，創 25 年新低。如果就業市場緊張導致工資上漲，從而加劇通脹，那麼減息前景可能會變得複雜。儘管如此，如果經濟增長持續令人失望，歐洲央行可能會選擇加快寬鬆步伐，因為通脹終於接近 2% 的政策目標。

■ 歐洲股市並不代表歐洲經濟，而且在過去 10 年間已有顯著變化。如今，歐洲公司的收入有較大比例來自區外，而非區內。我們相信，這些結構性變化及其週期性質，使得歐洲股市最適合主動選股，而非被動投資。

■ 考慮到該地區的國內挑戰，我們長期以來主張關注那些受惠於並推動全球結構性趨勢的世界領先歐洲企業。例如專注於對全球經濟未來至關重要的細分領域公司，或那些為可持續發展挑戰提供創新解決方案的前沿公司。

■ 歐洲擁有眾多公司，我們認為，這些公司將提供多年資本支出超級週期所需的設備和解決方案。該週期與電氣化、迴岸以及包括人工智能在內的數位轉型等結構性趨勢相關的大量投資密切相關。我們在半導體製造設備、機電工程及工業氣體等細分市場發現具吸引力的長期機會。此外，如果中國最近宣布推出的貨幣刺激措施得到進一步的財政支持，近期表現顯著欠佳的中國週期股將會受惠。

■ 在其他領域，我們仍然相信歐洲的醫療保健行業，以及某些消費領域和金融業，存在具吸引力的投資機會。

英國股票估值仍然低迷

富時綜合股價指數的市盈率相對於 MSCI 全球指數的市盈率



資料來源——RBC 財富管理，彭博

地區股市觀點

亞太地區

■ 中國政府於 9 月底推出的刺激措施強於預期，令市場大感意外。中國人民銀行宣佈了一籃子協調政策，旨在降低利率和增加股市流動性。9 月政治局會議上，最高決策官員傳達了一個明確的信息：為了穩定房地產市場和支持股市，將會推出更積極的財政和貨幣政策。

■ 雖然許多財政政策仍有待確定，但我們認為上述措施標誌著政策方向的重大轉變。政治局每月開會，但是，從過往紀錄看，決策官員主要在 4 月、7 月（偶爾 10 月）和 12 月的會議上集中討論經濟狀況和政策。我們認為，在 9 月宣佈重大刺激政策，顯示出支持經濟的緊迫感與決心。此外，隨著美聯儲將聯邦基金利率下調 50 個基點，中國仍有進一步放寬政策的空間。

■ 我們對中國股票的看法轉趨正面，因為這些措施應能減輕經濟的系統性風險，尤其是房地產市場的風險。流動性改善應可支持中國股票估值回升。為了讓市場的反彈更具持續性，我們認為稍後將會推出更多財政政策，預期這些政策將於今年稍後

及／或明年初逐步公佈。盈利與經濟週期高度相關的互聯網股票及非必需消費品行業將受惠於此輪刺激政策。

■ 日本央行 9 月維持政策利率不變，符合市場人士預期。我們重申，在 7 月首次加息後，市場出現大幅調整，加上日本首相出現變動，我們認為立即加息的可能性仍然不大。我們認為，日本央行行長植田和男最新發表的評論指出，需要更多時間來確認經濟狀況，這進一步降低了在 10 月會議上加息的可能性。大多數經濟學家目前預計日本央行將從 12 月起恢復加息週期。RBC 資本市場預期日圓兌美元將從目前的水平略微走弱，年底時為 147。

■ 長遠而言，我們重申看好日本股市，因為 2% 的可持續通脹目標似乎近在眼前；來自友商外包和在岸外包的新投資應可為經濟活動提供支持；股本回報率和股東回報因企業管治改革而有所改善；內部需求應可因高儲蓄和工資進一步上漲而復甦；旅遊業保持強勁；我們預期在「日本個人儲蓄賬戶計劃」改良後，國內散戶流入股市的數量將會增加。

地區固定收益觀點

Thomas Garretson (特許財務分析師)

美國明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

Josh Nye

加拿大多倫多
josh.nye@rbc.com

Rufaro Chiriseri (特許財務分析師)

英國倫敦
rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡
shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling

新加坡
kennard.ling@rbc.com

在全球不確定性增加的情況下，全球債券市場可能會繼續成為投資組合的穩定器，尤其是在央行持續放寬政策的週期中。然而，在收益率下降的推動下，全球債券市場反彈已經接近歷史最高水平，這可能為市場暫停奠定基礎，也可能是保持耐心的理由。有關我們的觀點，請參閱本月焦點文章《成功的代價很高 但不會太高》。

美國

- 美聯儲於 9 月將其政策利率調降 50 個基點，使目標幅度降至 4.75%-5.00%。債券因預期美聯儲的減息週期而上揚，彭博美國綜合債券指數在過去 6 個月的回報率接近 6%，是過去 20 年來的最佳表現之一。我們預期美聯儲今年將再減息 75 個基點，將利率幅度下調至 4.00% 至 4.25%，市場已基本消化了這一預期。債券將持續表現良好，但經過近期的反彈後，今年餘下時間的回報將較為疲弱。
- 美聯儲減息預期、就業市場擔憂和地緣政治因素共同導致長期國庫券收益率在 9 月走低，基準 10 年期國庫券收益率跌至 3.62%，而今年最高曾達到 4.70%。

固定收益觀點

地區	政府債券	公司債券	存續期
美國	+	-	7-10
加拿大	+	=	3-7
歐洲大陸	+	=	3-7
英國	+	=	3-7

+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

因此，我們重新轉回中性存續期，但仍然認為長期趨勢是下降的。短期內收益率可能會反彈至 4.00%，但我們可能會將這一水平或更高水平視為購買長期債券的另一個切入點。

- 高收益公司債券的收益率已不再那麼高。受國庫券收益率下降和信貸利差（即隱含信貸風險的收益補償）收緊的影響，彭博高收益公司債券指數的平均收益率自 2022 年 4 月以來首次跌破 7.0%。美聯儲減息提振了經濟樂觀情緒，以及投資者對高風險資產的需求。投資級債券相對於國

美國公司債券收益率快速回落至歷史正常水平



陰影區表示美國經濟衰退。

資料來源——RBC 財富管理，彭博美國投資級及高收益公司債券指數

地區固定收益觀點

庫券的價格創歷史高度，僅為投資者提供 0.89% 的超額收益。我們維持對投資級公司債券比重偏低的觀點，轉而看好國庫券。我們對高收益公司債券持中性看法，但若指數收益率跌破 6.5%，我們可能會調低投資比重，轉而投資更高品質的債券。

加拿大

■ 加拿大央行自 6 月以來已將政策利率調降 75 個基點，並表示若通脹一如預期持續下降，則可能進一步減息。8 月整體通脹率放緩至央行的 2% 目標，為 2021 年以來首見，但核心指標仍略高。近期加拿大央行更強調經濟前景的下行風險，指出如果經濟增長無法如央行預期般回升，可能會略為加快減息的步伐。最近的指標顯示，第 3 季 GDP 相對於央行 7 月的預測可能令人失望，這為今年稍後減息 50 個基點提供了機會。

■ 政府債券收益率在過去 5 個月顯著下降，原因是加拿大央行下調了政策利率，而且市場對美聯儲減息的預期不斷升溫，上月減息 50 個基點更是達到了高潮。期貨市場目前顯示，加拿大央行將於 2025 年底前將其政策利率降至 2.5% 左右，而美聯儲將降至 3.0% 左右，兩者均接近「中性」利率預測。我們認為加拿大央行目前的利率是合理的，因為加拿大經濟面臨更多挑戰，而美國利率則取決於美國經濟放緩的程度是否超出美聯儲的預期，這可能會導致美國國庫券市場出現小幅回落，從而推高加拿大的收益率。因此，我們先前對長期債券的正面看法已變得較為中性，因為長期債券在收益率下降時會受惠較多。

■ 加拿大投資等級信貸利差較年初至今的低點略有擴大，但仍略低於十年平均水平。由於利潤豐厚，公司能夠保持支付利息的能力接近正常水平，因此，在以新償還舊債時，公司大多能夠承受較高的借貸成本。儘管如此，鑑於加拿大經濟持續面對挑戰，我們仍認為承擔信貸風險的報酬相對較低。我們建議短期投資者在信貸利差擴大時評估風險，因為與政府債券相比，回報可能會降低。

英國

■ 服務業通脹高企不下，可能會讓英國央行持觀望態度，因此預期現階段不會出現快速減息週期。我們仍預期今年 11 月再減息 25 個基點，而市場預測為 41 個基點。8 月的貨幣政策報告指出：「由於工資增長進一步減弱，預期今年的服務業 CPI 通脹僅會繼續逐步放緩」。儘管工資增長放緩，勞工成本仍是服務業通脹的重要動力。我們預期整體通脹壓力將放緩，但只是逐步放緩。如果英國央行認為 10 月的財政預算會導致通脹，這可能會限制 2025 年的政策放寬。

■ 鑑於英國央行在未來 1 年縮減 1,000 億英鎊的資產負債表，而資產銷售額只有 130 億英鎊，我們預期這對市場的干擾極小。鑑於工黨政府承諾審慎理財，我們預期 10 月預算案不會出現不負責任的財政措施。基於政府要透過提高生產力的投資來刺激經濟，我們預期政府會增加借貸。因此，我們避免增加長存續期的英國政府債券。我們偏好投資中期英國政府債券，如果 10 年期債券的收益率接近 4%，我們打算買進更多。然而，若收益率曲線持續陡峭，我們仍會迅速調整部署。

地區固定收益觀點

■ 公司債券利差在下半年可能會維持穩定，因為新發行的債券將會減少，而且許多機構投資者和個人買家都將資金投入其中。由於盈利平穩，槓桿率保持穩定，所以儘管融資成本較高，但隨著利率即將下調，我們預計情況會有所改善。過去 6 個月，優先金融業債券的利差似乎較為合理，而目前投資次級金融業債券可能獲得較佳回報。由於預期減息在即，週期性和非週期性的行業，以及所有投資級債券都有機會。

歐洲大陸

■ 歐洲央行有可能落後於形勢。雖然歐洲央行在 9 月暗示在 10 月會議上不會改變政策，但近期的通脹和經濟活動數據可能會促使歐洲央行減息 25 個基點。我們預期 12 月將進一步放寬 25 個基點，而存款利率將達到 3%，大致符合市場預期。隨著年底臨近，歐洲央行的爭論可能會加劇，因為鷹派會更加重視黏滯的服務業通脹，而鴿派則會密切關注經濟增長前景。隨著奧運熱潮消退，經濟活動再度疲軟，以法國和德國為首的製造業尤為明顯。然而，較正面的是，投入價格正在下降，令消費價格相應下降。我們認為，倘若歐洲央行 9 月的官員預測出現增長下調，而實際增長又出現意外下行，則可能促使央行在 2025 年加快寬鬆步伐。

■ 儘管第 1 季歐洲政府債券發行量龐大，但市場對歐洲政府債券的需求仍然強勁，外國投資者及散戶投資者的投資意欲明顯上升。我們偏好希臘而非意大利，並在德國、西班牙、荷蘭、歐盟和地區機構債券之間進行平衡配置。由於政治及財政的不確定性增加，我們維持對法國的比重偏低。

■ 我們預計，儘管歐洲央行持有約 30% 的合格公司債券，總額達 1.18 萬億歐元，但我們預計，歐洲央行減少資產負債表上的公司債券所造成的衝擊將微乎其微。此外，投資者已消化上半年創紀錄的 3,050 億歐元債券，我們預期需求仍將強勁。我們認為，過去 1 季信貸利差擴大，使得以 1 年平均值計算的估值較為便宜，也是較好的入市點。儘管盈利增加，非金融業發行機構的槓桿比率仍有所上升；但較正面的是，融資成本正逐漸降低。因此，隨著減息週期的推進，我們會選擇性地投資於不同投資級別的發行機構，並平衡週期性與非週期性的投資比重。

亞太地區

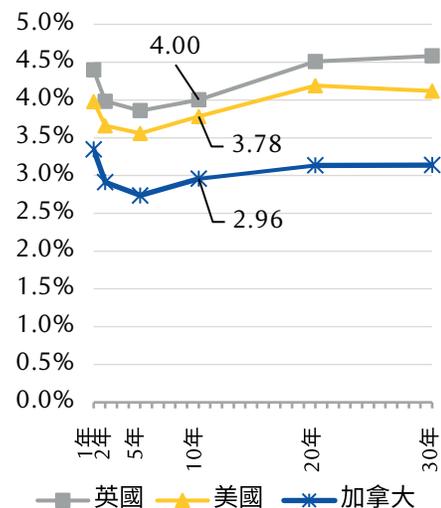
■ 我們認為亞洲債券繼續提供具吸引力的機會。我們偏好投資級債券，因為較高質素的亞洲債券過往的波動較新興市場的投資級債券為低。國內銀行對這些債券的需求亦有所增加。在許多亞洲經濟體中，當地企業和家庭近年來累積了極大的儲蓄，使其國內銀行有能力增加購買亞洲債券。我們認為，這加上美國國庫債券收益率的進一步壓縮，將可能推動亞洲地區債券的回報。

地區固定收益觀點

■ 我們看好亞洲銀行發行的債券，尤其是銀行資本證券，因為它們在各個市場上都擁有強勁的資本充足率，並且在過去 15 年中一直保持著贖回銀行資本證券的良好記錄。由於韓國金融機構的不良貸款率和家庭拖欠率相對較低，而且有政府的支持措施，因此我們也看好韓國金融機構的債券。與其他亞洲市場相比，南韓市場對整體市場風險的敏感度較低，因此當市場波動性增加時，南韓市場會是一個良好的防禦性投資。

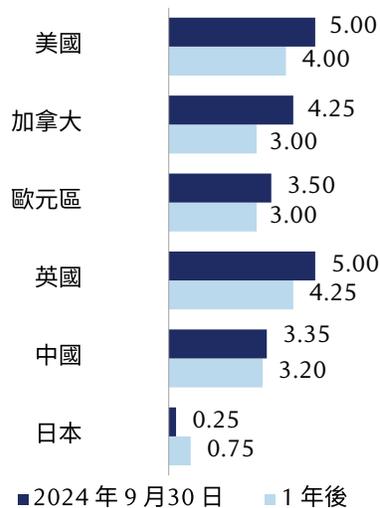
■ 中國方面，中國人民銀行一直通過結構性貸款計劃為房地產行業提供資金支持，但這類計劃的使用率一直很低。我們預期中國房地產債券的任何反彈都可能是短暫的，而且要使該行業出現更可持續的轉機，還需要在財政政策方面做更多的工作。

主權收益率曲線



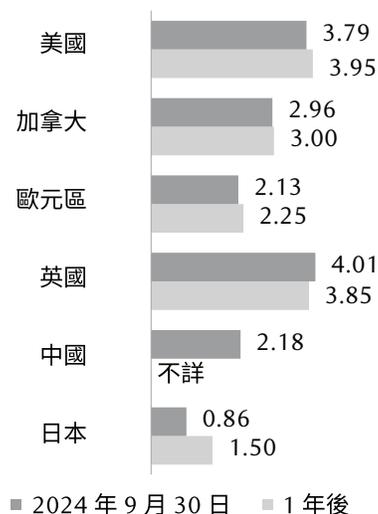
資料來源——彭博；截至 2024 年 9 月 30 日的數據

央行利率 (%)



資料來源——RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場預測、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

10 年期利率 (%)



註：歐元區以德國國債為代表。
資料來源——RBC 投資策略委員會、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

大宗商品

Matt Altro

加拿大多倫多

matt.altro@rbc.com

大宗商品預測

大宗商品	2024 年 (估計)	2025 年 (估計)
石油 (WTI紐約原油 每桶\$)	76	68
天然氣 (每100萬 BTU\$)	2.20	3.13
黃金 (每盎司\$)	2390	2835
銅 (每磅\$)	4.17	4.5
大豆 (每蒲式耳\$)	11.23	11.50
小麥 (每蒲式耳\$)	5.85	6.15

資料來源——RBC 資本市場預測 (石油、天然氣、黃金和銅)、彭博普遍預測 (大豆和小麥)；
2024 年 9 月 27 日的數據

原油

由於市場可能出現供應過剩，需求預期降低，油價已跌至交易區間的低端。中國的石油交付量落後於 2023 年的水平，最近的煉油廠使用率也有所下滑。儘管油價最近出現疲軟，但 RBC 資本市場預測年底的WTI紐約原油油價將達到每桶 \$76。



天然氣

天然氣價格受供需關係的影響而持續波動。空頭強調庫存水平高、產量大，而多頭則關注戰術性減產和低於平均的注入庫存。RBC 資本市場預計天然氣價格將進一步走弱，並預測到年底將達到每100萬 BTU \$2.20。



黃金

黃金的強勢一直持續到 2024 年下半年，RBC 資本市場相信這種情況將會繼續。由於投資者資金仍處於觀望狀態，利率仍在下降，且人們擔心美國和加拿大經濟將嚴重衰退，因此黃金的需求持續存在。RBC資本市場預測，到 2024 年底，金價將達到每盎司 \$2,390。



銅

銅價較 5 月高位下跌近 10%，因為全球經濟放緩，包括中國經濟增長疲軟，對需求造成壓力。我們認為，在年底前，很難看到短期推動銅價上漲的因素，但我們仍然看好大宗商品長期驅動因素，其中包括能源轉型、電動汽車及在岸生產。



大豆

美國農業部表示，由於天氣良好，大豆作物生長旺盛，68% 的美國大豆田被評為優質。這反過來又提高了美國 2024/2025 年度的大豆產量預測，彭博普遍預測到年底將達至每蒲式耳 \$11.23。



小麥

美國農業部 (USDA)，預測 2024/2025 年度的小麥產量將按年增長 9%，為 8 年來最大升幅。預計全球小麥產量也將創紀錄，因為生長季節的良好天氣有助於作物健康生長。彭博普遍預測，到年底小麥價格將達到每蒲式耳 \$5.85。



圖表資料來源——RBC 財富管理、彭博；數據由 2023 年 4 月 27 日至 2024 年 9 月 27 日

貨幣

Nicolas Wong (特許財務分析師)

新加坡

nicolas.wong@rbc.com

貨幣預測

貨幣對	目前匯率	2025 年 9 月預測	變化
主要貨幣			
美元指數	100.78	102.24	1%
加元／美元	0.74	0.73	-1%
美元／加元	1.35	1.37	1%
歐元／美元	1.11	1.11	0%
英鎊／美元	1.34	1.25	-7%
美元／瑞士法郎	0.85	0.95	12%
美元／日圓	143.63	143.0	0%
澳元／美元	0.69	0.71	3%
歐元／日圓	159.94	159.0	-1%
歐元／英鎊	0.83	0.89	7%
歐元／瑞士法郎	0.94	0.95	1%
新興貨幣			
美元／人民幣	7.02	7.05	0%
美元／新加坡元	1.29	1.28	-1%

變化的定義是「貨幣對」報價中第 1 種貨幣的隱含升值或貶值。

資料來源——RBC 資本市場預測、彭博

美元：美聯儲將重點從通脹轉向就業增長

美元指數 (DXY) 在第 3 季下跌約 4.5%，因為投資者預計美聯儲將大幅減息，且央行官員的關注點從通脹轉向就業增長。隨著美聯儲開始減息週期，RBC 資本市場已下調了對美元的預測，但在沒有出現更明確的衰退迹象的情況下，因此並未轉為看跌。特朗普當選總統可能會帶來新的關稅，這對美元來說是一個上行風險。

歐元：歐元／美元匯率高於 1.10

歐元／美元匯率上漲至 1.11 以上，主要是由於第 3 季美元普遍疲軟，而非由歐洲的利好消息帶動。歐洲製造業數據顯示持續疲軟，儘管服務業正在擴張，但第 2 季的增長仍然很低，為 0.2% (按季)。RBC 資本市場預計，2025 年第 4 季歐元／美元匯率將達到 1.12，如果美國經濟衰退，則可能升至 1.20，而特朗普當選總統則可能帶來更激進的關稅政策，從而帶來下行風險。

加元：美元／加元匯率從高峰下跌

加拿大央行在 9 月連續第 3 次減息 25 個基點，符合市場預期，該行表示未來還有進一步減息的空間。RBC 經濟研究部

預計，到 2025 年底，加拿大央行將總共減息 125 個基點，與美聯儲的幅度接近，但由於加拿大央行在 2024 年已經減息 3 次，我們認為相對利率走勢仍有利於美元，美元兌加元明年初可能進一步上漲。

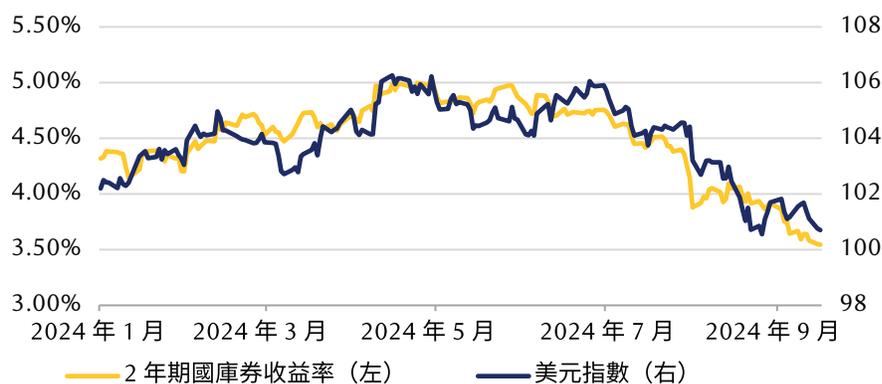
英鎊：10 月秋季預算是下一個催化劑

儘管英國央行在 8 月實施了本週期的首次減息，英鎊／美元匯率仍然上漲。RBC 經濟研究部預計，2024 年下半年英國經濟增長將會放緩，而英鎊面臨的下行風險大於上行風險，從過往歷史來看，英鎊按實際有效匯率計算仍被高估。投資者將關注 10 月 30 日的秋季預算，這是英鎊面臨的下一個風險事件。

日圓：美元／日圓匯率大幅下跌

由於預期美聯儲大幅減息、日本央行 2 次加息，以及投資者放棄一度盛行的「利差交易」（即以低利率借入日元投資於高收益美元），導致美元兌日元匯率在第三季從 160 急劇下跌至 140。我們預計第 4 季美元／日圓將保持在 140 以上，但如果美聯儲被迫比市場預測更快的速度減息，日圓可能會走強。

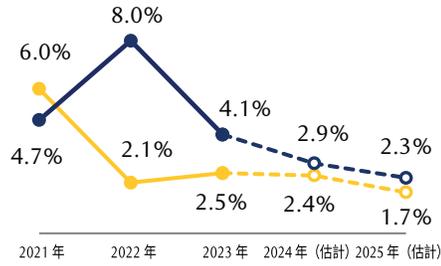
隨著美聯儲開始其減息週期，美元指數已跌至年初至今的新低



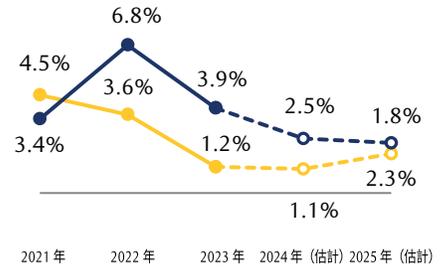
資料來源——彭博、RBC 財富管理；截至 2024 年 9 月 17 日的數據

主要 預測

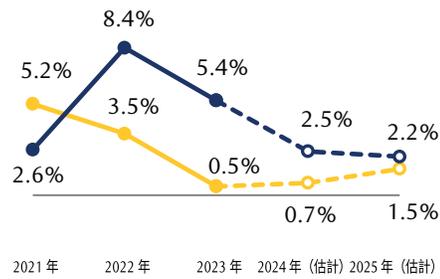
美國



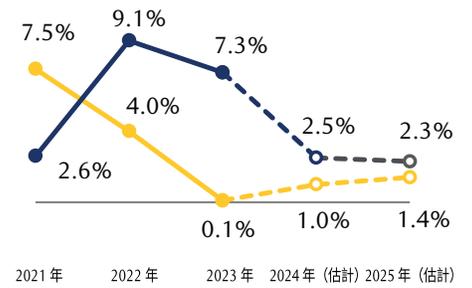
加拿大



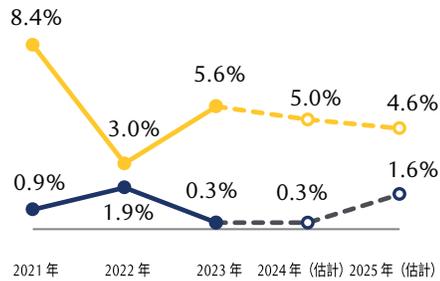
歐元區



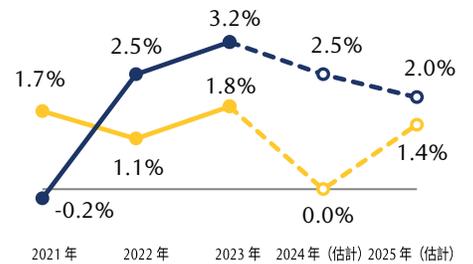
英國



中國



日本



—●— 實際 GDP 增長率

—●— 通脹率

資料來源——RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理、彭博普遍預測。

研究資源

本文件是由 RBC 財富管理投資組合顧問組內的全球投資組合顧問委員會編製。RBC 財富管理投資組合顧問組，為公司的投資顧問／財務顧問提供資產配置和投資組合構建方面的支持，這些顧問負責組建包含有價證券的投資組合。

該委員會利用 RBC 投資策略委員會（RISC）制定的整體市場前景，並利用 RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場有限公司及第三方資源的研究，提供其他策略及主題支援。

RISC 由來自 RBC 內以客戶為中心的各個業務部門（包括投資組合顧問組）的高級投資專業人士組成。RISC 構建全球投資展望，並制定可用於管理投資組合的具體準則。RISC 由 RBC 全球資產管理有限公司投資總監 Daniel Chornous（特許財務分析師）擔任主席。

全球投資組合顧問委員會成員

Jim Allworth——聯席主席

投資策略師，RBC 多美年證券有限公司

Kelly Bogdanova——聯席主席

投資組合分析師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

Frédérique Carrier——聯席主席

董事總經理兼投資策略主管，RBC 歐洲有限公司

Mark Bayko（特許財務分析師）——投資組合管理主管，

RBC 多美年證券有限公司

Luis Castillo——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資

組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Rufaro Chiriseri（特許財務分析師）——固定收益主管，

不列顛群島，RBC 歐洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 財富管理投資組合顧問組

（美國），RBC 資本市場有限公司

Thomas Garretson（特許財務分析師）——固定收益高級

投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 資本市場有限公司

Patrick McAllister（特許財務分析師）——股票顧問兼投資組合管理部經理，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Alan Robinson——高級投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國股票），RBC 資本市場有限公司

Michael Schuette（特許財務分析師）——多元資產投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

David Storm（特許財務分析師、特許另類投資分析師）——投資總監，不列顛群島及亞洲，RBC 歐洲有限公司

Yuh Harn Tan——全權投資組合管理兼超高淨值投資方案主管，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Joseph Wu（特許財務分析師）——投資組合經理，多元資產策略，RBC 多美年證券有限公司

《全球透視》的其他作者

Matt Altro——加拿大股票助理顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（股票），RBC 多美年證券有限公司

Jasmine Duan——高級投資策略師，加拿大皇家銀行（香港分行）

Nicholas Gwee（特許財務分析師）——投資組合策略師，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Kennard Ling——固定收益專家，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Sunny Singh（特許財務分析師）——加拿大股票投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（股票），RBC 多美年證券有限公司

Nicolas Wong（特許財務分析師）——外匯主管（亞洲），加拿大皇家銀行（新加坡分行）

必要信息披露

分析師認證

本報告中表達的所有觀點準確反映了負責分析師對主題證券或發行人的個人觀點。本報告中列出的分析師的報酬與該分析師在本報告中表達的建議或觀點沒有直接或間接的關係。

重要信息披露

在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。該公司為加拿大皇家銀行的間接全資子公司，因此也是加拿大皇家銀行的關聯發行人。

非美國分析師信息披露

其中一位或多位編彙本報告的研究分析師 (i) 未必是紐約證券交易所 (NYSE) 及/或美國金融業監管局 (「FINRA」) 的註冊或符合資格研究分析師，及 (ii) 未必是 RBC 財富管理的關聯人士，因此他們與目標公司通訊、公開露面及以研究分析師所持賬戶買賣證券方面未必受 FINRA 第 2241 條規則所規限。

如果是摘要報告 (包括 6 家或更多家公司)，RBC 財富管理可能會選擇提供重要的信息披露以作為參考。如要取得現有的信息披露，客戶可參閱 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以檢視有關 RBC 財富管理及其關聯公司的信息披露。此類資訊也可向 RBC 財富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

RBC 資本市場有限公司評級分佈

就評級分佈而言，監管規則規定成員公司不論公司本身的評級類別，而應將評級分為三種評級類型之一：「買入」、「持有/中立」或「賣出」。儘管 RBC 資本市場有限公司的「優於整體板塊」、「與板塊持平」和「遜於整體板塊」與「買入」、「持有/中立」和「賣出」分別極為近似，但含意卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定。

評級分佈——RBC 資本市場有限公司股市研究

截至 2024 年 9 月 30 日

評級	總數	百分比	過去 12 個月提供的投資銀行服務	
			總數	百分比
買入 [優於整體板塊]	858	57.39	290	33.80
持有 [與板塊持平]	599	40.07	153	25.54
賣出 [遜於整體板塊]	38	2.54	3	7.89

RBC 資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師的「板塊」是指分析師提供研究報告的公司範圍。因此，對特定股票的評級，僅代表分析師對該股票在未來 12 個月內的想法 (相對於分析師的板塊的平均水平)。

優於整體板塊 (O)：預期未來 12 個月的回報大幅高於板塊平均數。**與板塊持平 (SP)**：預期在今後 12 個月會與板塊平均值持平。**遜於整體板塊 (U)**：預期在今後 12 個月會大幅低於板塊平均值。**受限制 (R)**：RBC 在某些合併或重要交易以及某些情況下擔任顧問時，RBC 政策禁止進行某些類型的溝通，包括投資建議。**無評級 (NR)**：由於法律、規管或政策的限制 (例如 RBC 資本市場有限公司在某公司擔任顧問角色)，該公司的評級、目標價格和估計會被刪除。

風險評級：投機風險評級反映證券的財務或營運可預測性較低、股票交易量流動性較差、資產負債表槓桿率較高，或營運歷史有限，導致對財務和/或股價波動的預期較高。

估值以及評級和目標價格面臨的風險

RBC 資本市場有限公司在研究報告中對一家公司進行估值時，美國金融業監管局規則和紐約證券交易所規則 (已納入美國金融業監管局規則手冊) 要求說明估值的依據以及獲得估值的障礙。在適用的情況下，這些信息分別包含在我們的研究報告中題為「估值」及「評級和目標價格面臨的風險」的部分。

負責編寫本研究報告的分析師已經 (或將要) 獲得基於各種因素的報酬，包括 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的總收入，其中一部分收入是或已經是由 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的投資銀行業務活動產生的。

其他信息披露

借助全國研究資料來源編寫。RBC 財富管理編寫本報告，並對報告的內容和分發承擔全部責任。報告內容可能根據 (或至少部分根據) 我們的第三方研究服務代理所提供的資料編寫。我們的第三方代理已授予 RBC 財富管理使用其研究報告作為原始資料的一般許可，但並未審查或批准本報告，也未被告知本報告的發表。我們的第三方代理可能會不時持有本文提及的證券的長倉或短倉、進行交易或做市。我們的第三方代理可能會不時為本報告中提及的公司提供投資銀行業務或其他服務，或向其招攬投資銀行業務或其他業務。

RBC 財富管理盡一切合理努力，同時向所有符合條件的客戶提供研究報告，並考慮到海外司法管轄區的當地時區。在某些投資顧問賬戶中，RBC 財富管理或指定的第三方將擔任我們客戶的外包經理，並在收到本報告後為這些賬戶啟動報告中提及的證券交易。這些交易可能在您收到本報告之前或之後發生，並可能對發生交易的證券的市場價格產生短期影響。RBC 財富管理的研究報告發佈在我們的專有網站上，以確保符合條件的客戶及時收到評級、目標和意見的輸入和變更。銷售人員可以透過電郵、傳真或普通郵件進行額外的分發。客戶亦可透過第

三方供應商收取我們的研究報告。請與我們的 RBC 財富管理財務顧問聯絡，瞭解有關 RBC 財富管理研究的進一步詳情。

利益衝突的信息披露：RBC 財富管理已經在證券交易委員會作為經紀人／經銷人和投資顧問註冊，提供經紀和投資顧問服務。RBC 財富管理的《管理投資研究的利益衝突政策》可瀏覽網站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2> 與我們的投資顧問相關的利益衝突，請參閱公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》。相關文件的副本可向財務顧問索取。我們保留隨時修改或增補此項政策、《ADV 表第 2A 部分附件1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》的權利。

作者受僱於以下其中一間機構：美國 RBC 財富管理——RBC 資本市場有限公司的分部，後者為證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；RBC 多美年證券有限公司——證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行香港分行，受香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）監管；加拿大皇家銀行新加坡分行——持牌批發銀行，主要辦事處位於新加坡；RBC 歐洲有限公司——持牌銀行，主要辦事處位於英國倫敦。

第三方免責聲明

全球行業分類標準（「GICS」），是由摩根士丹利資本國際有限公司（「MSCI」）及標準普爾金融服務有限公司（「標普」）開發，是其專有財產及服務商標，加拿大皇家銀行獲准使用。MSCI、標普或任何其他參與製成或編纂 GICS 或任何 GICS 分類的各方均不對此類標準或分類（或使用此類標準或分類將獲得的結果）作出任何明示或暗示的保證或陳述，所有上述各方特此明確聲明不對任何此類標準或分類的原創性、準確性、完整性、適銷性和特定用途的適用性作出任何保證。在不限制上述任何規定的前提下，在任何情況下，MSCI、標普、其關聯公司或參與製作或編纂 GICS 或 GICS 分類的第三方均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或其他損害（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

免責聲明

本報告中包含的資訊由 RBC 資本市場有限公司分部 RBC 財富管理根據相信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、RBC 財富管理及其關聯公司或任何其他人士對此類資訊的準確性、完整性或正確性不做任何明示或暗示表述或保證。本報告的所有觀點和推測，均為 RBC 財富管理截至本報告發佈之日的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。過往的表現並不代表未來的業績，未來的回報並沒有保證，原初的資本亦有可能會損失。加拿大各省、美國各州以及世界上大多數國家都有自己的法律，對可以向本國居民提供的證券和其他投資產品的類型以及相關程序做出規定。因此，本報告中討論的證券在某些司法管轄區可能不符合銷售條件。本報告不是，且在任何情況下都不應被解釋為，任何未依法獲准在任何司法管轄區開展證券經紀或交易業務的個人或公司，在該司法管轄區以證券經紀或交易商身份進行的招攬。本報告中的任何內容均不構成法律、會計或稅務建議或針對個人的投資建議。本資料供客戶（包括加拿大皇家銀行關聯公司的客戶）傳閱，並不考慮任何特定人士的具體情況或需求。本報告中包含的投資或服務可能不適合您，如果對此類投資或服務的適合性有疑問，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，對於因使用本報告或其中包含的信息而引起的或與之相關之直接、間接或後果性損失，加拿大皇家銀行或其關聯公司或其他人均不承擔任何責任。未經加拿大皇家銀行事先書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版或複製本文件的內容。在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。如需更多信息，請聯絡我們。

美國居民：本刊物已獲得 RBC 資本市場有限公司、紐約證券交易所 (NYSE)、美國金融業監管局 (FINRA)、證券投資者保護公司 (SIPC) 會員的批准。RBC 資本市場有限公司是在美國註冊的經紀人／經銷人，承擔本報告及其在美國分發的責任。對於任何收到本報告的美國人來說，如果您不是註冊經紀人／經銷人或經紀人或經銷人身份經營的銀行，而您希望獲得更多本報告所提到的證券資訊，或對本報告討論到的任何證券進行交易，應與 RBC 資本市場有限公司聯繫並訂閱。國際投資會涉及美國投資通常不會涉及的風險，包含匯率波動、國際稅務、政治不穩定及不同的會計準則。

加拿大居民：本刊物已獲得 RBC 多美年證券有限公司的批准。RBC 多美年證券有限公司*和加拿大皇家銀行是相互獨立的公司實體，但有關聯。*加拿大投資者保護基金成員。®加拿大皇家銀行註冊商標。獲許可使用。RBC 財富管理是加拿大皇家銀行的註冊商標。獲許可使用。

RBC 財富管理（不列顛群島）：本刊物由 RBC 歐洲有限公司和加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司發行。RBC 歐洲有限公司由審慎監管局授權，並受金融市場行為監管局（FCA 註冊號碼：124543）和審慎監管局監管。註冊辦事處：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司在澤西島的投資業務由澤西金融服務委員會監管。註冊辦事處：Gsp House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands。

從加拿大皇家銀行香港分行收到此資訊的人士：本文件由加拿大皇家銀行香港分行在香港分發，該分行受香港金融管理局和證監會監管。本文件不得在香港向《證券及期貨條例》（第571章）以及根據該條例制定的任何規則定義的非「專業投資者」分發。本文的製作僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。過往的表現不代表未來的業績。警告：本文件的內容未經香港任何監管機構審核。建議投資者謹慎投資。如果您對本文件的任何內容有疑問，您應該尋求獨立的專業建議。

從加拿大皇家銀行新加坡分行收到此資訊的人士：本刊物由加拿大皇家銀行新加坡分行在新加坡發行，該銀行是取得金融管理局資格的註冊實體。本刊物不得在新加坡向非「合格投資者」和「機構投資者」（根據新加坡 2001 年證券及期貨法定義）的投資者分發。本刊物僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。建議您在購買任何產品前，向財務顧問尋求獨立的意見。如果您沒有獲得獨立的意見，您應該考慮產品是否適合您。過往的表現不代表未來的業績。如果您有任何關於本刊物的問題，請聯繫加拿大皇家銀行新加坡分行。

© 2024 RBC 資本市場有限公司——NYSE/FINRA/SIPC 成員
© 2024 RBC 多美年證券有限公司——加拿大投資者保護基金成員
© 2024 RBC 歐洲有限公司
© 2024 加拿大皇家銀行
保留所有權利。
RBC1524



Wealth
Management
財富管理