



全球
透视

2024 年中展望

美国债务困境

没有快速解决办法，也不会有灾难

自 2015 年以来，联邦政府的债务已经增加 1 倍，而且没有任何好转的迹象。

Atul Bhatia (特许财务分析师) | 第 4 页

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 31 页](#)。

制作：东岸时间 2024 年 6 月 26 日下午 4:10；刊出：东岸时间 2024 年 6 月 26 日下午 5:00。

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其他联邦政府机构的保险，也不是银行或银行附属机构的存款或债务，或由银行或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 年中焦点 | 美国债务困境：没有快速解决办法，也不会有灾难

评论界经常将联邦政府的债务与国家的债务混为一谈，这是一个严重的错误。我们将深入探讨投资者应该如何看待财政政策和债务问题，并讨论为什么不可能出现灾难或快速解决办法。

11 全球股票 | 树木不会长到天般高

我们不认为市场已经结束上涨。但是，考虑风险偏好并制定计划，在允许的情况下提高防御性，是未来几个月需要考虑的事情。由于股票不再十分便宜且投资者情绪日益自满，我们倾向于采取谨慎、警觉的态度。

18 全球固定收益 | 唯一确定的是不确定性

全球货币政策宽松周期终于开始了。但究竟能走多远、持续多久，目前仍不明朗。无论减息的时机或幅度如何，我们都知道，现在已经到了收益率可能走低的阶段。我们将解释投资者在下半年应采取的下一步行动。

27 美国兴衰记分卡 | 阴霾密布

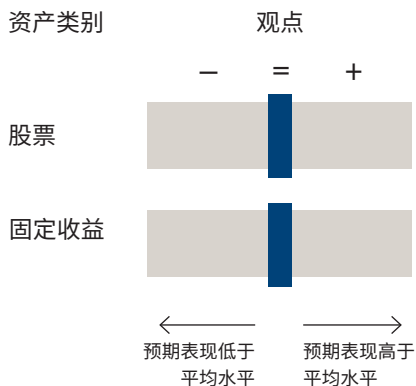
我们的美国兴衰记分卡在 5 月出现重要的负面变化，第 3 个领先指标被重新评为衰退红色。未来几个月，第 4 个指标也可能出现类似的变化。股票投资者应该意识到，未来几个月美国经济陷入衰退的风险正在上升。

市场方面

- 3 RBC 的投资立场
- 14 地区股市观点
- 21 地区固定收益观点
- 25 大宗商品
- 26 货币

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对未来 12 个月的投资观点。

+ 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。

= 持平：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

- 标普 500 指数在窄幅领涨和异常低的波动中持续强劲上升。仅 8 只股票便占年初至今回报率的 70% 左右，其中 7 只与人工智能有关。加拿大和欧洲市场的表现较为平衡，但回报率大幅落后于标普 500 指数，这主要是由于科技股的比重较低。单一投资主题主导全球股票市场的时期（就像人工智能自 2023 年初以来的情况一样）可能会比人们认为合理的时间长得多，但也可能会在最意想不到的时候结束。有一句老话：“不要把所有鸡蛋放在一个篮子里。”
- 我们认为，下半年的波动有可能加剧。将于 7 月中旬开始的第 2 季财报季将成为特别关注的焦点。此外，在美国总统大选年，波动性通常会在某个时候加剧。
- 我们将在全球股票中持有市场比重，并专注于不同行业的优质公司。

固定收益

- 临近 2024 年的中点，全球债券收益率仍在波动，但彭博全球综合债券指数的平均收益率近几个月稳定在 4.0% 左右，但仍低于 2023 年 4.4% 的峰值。全球通胀压力在年初短暂上升后继续改善，加拿大央行和欧洲央行于 2024 年 6 月宣布减息，RBC 资本市场预计美联储也将在今年稍后减息。虽然截至本文撰写时，收益率已从 2023 年底的高位大幅回落，但仍远高于过去 20 年的平均水平，在我们看来，这仍是一个相对有吸引力的入市点。不过，我们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。美国和全球的经济风险已经回落。虽然经济风险并非不重要，但我们认为收益率接近 8% 的高收益公司债券具有价值。2024 年 6 月初，我们通过减少国库券配置，将该板块的评级提升为中性。

年中
焦点



Atul Bhatia (特许财务分析师)

美国明尼阿波利斯
atul.bhatia@rbc.com

美国债务困境：没有快速解决办法，也不会有灾难

评论界经常将联邦政府的债务与国家的债务混为一谈，这是一个严重的错误。我们将深入探讨投资者应该如何看待财政政策和债务问题，并讨论为什么不可能出现灾难或快速解决办法。

重点

- 自全球金融危机以来，美国政府债务一直在快速上升，但整个经济中更广泛的借贷指标却保持相对稳定，与其他发达经济体持平。
- 美国的财政政策很可能已经难以为继，政治性项目的成本超过了当前的税收收入。
- 通胀上升——而非违约或外国胁迫——可能是触发美国整顿预算的因素。

美国的债务问题一直是个有分歧的问题。不仅对其原因和解决方法存在分歧，而且似乎没有人能就联邦债务是否或何时成为一个问题达成一致意见。

我们认为，争论双方都有问题。说美国的借贷数额会导致灾难的人必须看看 40 年来的事实：日本经济在债务水平几乎是美国 2 倍的情况下仍能正常运转，以及没有一个主权国家在根据本国法律以本国法定货币借贷时出现违约的情况。

说债务无关紧要的人，他们的说法也站不住脚。主要是他们的论点明显荒谬。我们借了多少钱来为目前的开支提供资金，这一定很重要。毕竟，“天下没有免费的午餐”是经济学研究的出发点。

我们的观点介于这两个极端之间。我们认为，联邦债务本身是一个可控的问题，美国目前还没有违约的风险。同时，我们认为造成债务的条件（目前仍在持续）是有问题的，并将在未来给经济造成负担。

债务大吗？大，但不严重

在讨论财政政策（我们认为这才是真正的问题所在）前，我们有必要对其进行深入探讨，因为联邦债务备受媒体关注。它得到如此程度的关注是有理由的——联邦政府欠了一大笔钱。即使不考虑欠各种政府信托基金的债务，财政部也借了近 28 万亿美元，略低于 GDP 的 100%。如果算上社会保障和类似的债务，总额不难超过 33 万亿美元。这类统计数字似乎证实了美国债务失控的观点。

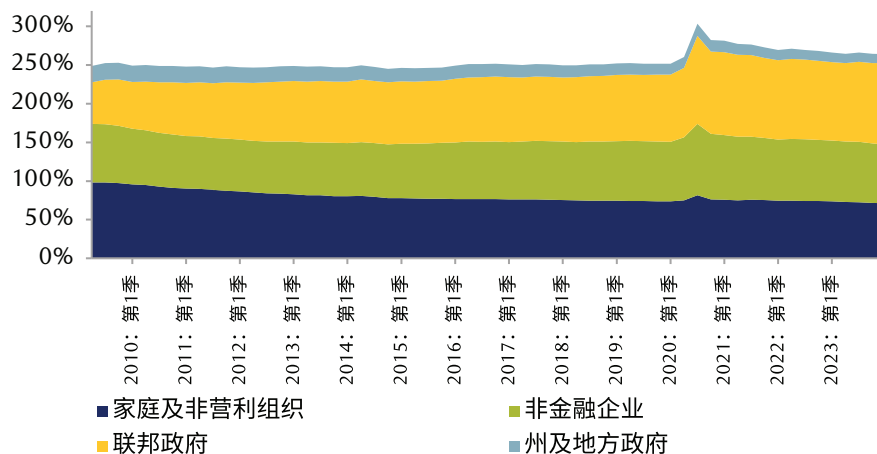
美国债务困境

然而，令我们感到奇怪的是，联邦政府的借款受到了高度关注。毕竟，美国的大部分经济活动都发生在政府之外，是企业 and 家庭活动的产物。当我们开阔视野，将企业和家庭活动纳入其中时，美国作为一个国家（而不仅仅是一个政府）的债务状况看起来非常不同。

首先，近期国家借贷没有明显增加。除了与新冠疫情有关的突发事件外，过去 15 年来债务与 GDP 的总体比率一直非常稳定。美国借贷的组成确实发生了变化，但十多年来，债务数额的增长速度与经济总量的增长速度大致相同。

15 年来，美国债务远未出现爆炸式增长，而是一直保持着稳定的增长态势

非金融债务总额占美国 GDP 的百分比



资料来源——美联储；截至 2023 年的季度数据

与其他发达国家相比，美国的债务负担也并不特别严重。截至 2022 年底，即国际货币基金组织可取得统计数据的一年，美国企业、家庭和政府机构的总债务负担约为 260%。这使美国基本上处于大型发达经济体债务水平的中位数。

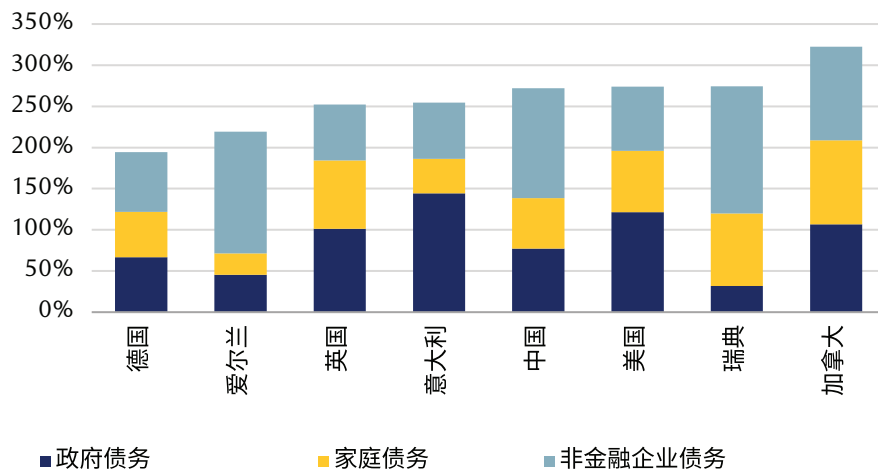
换句话说，如果美国将其全部年产量用于偿还债务，那么大约需要 2.6 年的时间才能还清家庭、企业和政府机构借贷的所有资金。这与英国或瑞典所面对的时间基本相同，也大大低于加拿大，因为加拿大每 1 美元的生产能力都要负担 3 美元以上的未偿债务。

事实上，当我们审视美国的借贷时，最突出的不是其债务的数额，而是其债务的组成。与大多数国家相比，以国家资产为抵押借款的是联邦政府，而不是私人或企业。

美国债务困境

一个较广泛的债务衡量标准显示，美国的情况相当典型

债务占 2022 年全国 GDP 的百分比



资料来源——国际货币基金组织；包括债券、贷款和债务证券

我们认为，这种债务状况有许多值得喜欢的地方。

首先，这是最便宜的借贷方式。作为一个国家，与家庭或企业贷款相比，美国用于融资成本的资源更少。此外，当利率上升时，联邦政府不会被迫勒紧裤带。这与加拿大家庭不同，加拿大家庭因房屋贷款成本上升而感到压力，并对整个经济产生负面影响。

从整体经济来看，美国的借贷情况与其经济规模相称，借贷结构相对有利。相对于家庭或企业的借贷，联邦债务远非负担，而是一种潜在的优势。

过度消费

虽然我们认为联邦政府是最有能力承担高额债务的实体，但它可能是最不擅长决定是否值得额外借贷的实体。家庭和企业通常都有一个偿还借款的计划（可能出于贷款人的要求）。相比之下，联邦政府却从未被债券购买者或选民要求制定长期还款计划。

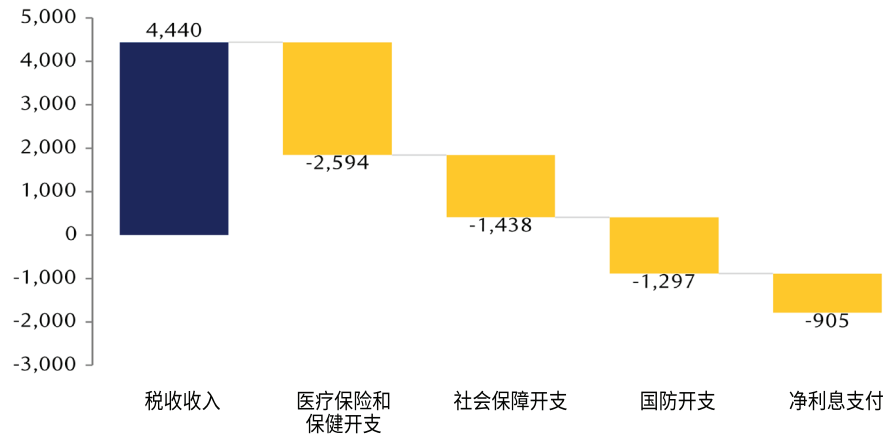
必须明确的是，债务不是党派的产物。各政党的政治人物都口口声声说要实行财政紧缩，但两党在执政时都会将税收控制在远低于支出的水平。

部分原因在于投票数学。至少从 1980 年代开始，就有一些预算项目成为选举的“第 3 轨”——触碰它们就等于政治死亡：这 3 大项目分别是社会保障、医疗保险/医疗补助，再其次是国防。这些“必须提供资金”的活动加在一起，已经超过联邦政府的税收收入。现有债务的利息支出日益成为每年所需支出的重要组成部分。

美国债务困境

当不可削减的开支遇到不可征收的税收时，联邦预算就会出现赤字

2023 年按预算类别划分的美国收入和支出（\$ x 1,000,000,000）



资料来源——美国财政部、RBC 财富管理；2023 财年数据

在这种背景下，在可预见的未来，债务继续增长几乎是必然的。我们认为，如果没有某种外部推动力，指望政治人物大幅提高税收或削减热门项目是不现实的。

从理论上说，这种动力可能来自选民。调查数据显示，选民高度关注联邦债务问题。然而，当被问及是否愿意接受更高的个人税收或减少福利时，选民们很快就会改口。只有当其他人付款时，才会看到支持减少债务。政治是一门追求可能性的艺术，没有共同的牺牲来平衡预算实际上是不可能的。

信贷支持消费

另一种说法是，贷款人可通过撤出国库券来促成财政紧缩。我们认为，这种可能性极小。

自身利益是作出决定的关键。美国是世界消费者，外国和国内生产商都需要美国人购买他们的产品。即使是那些不直接在美国销售的公司，也会感受到美国经济萎缩的影响。

美国目前的消费水平是靠信贷才得以维持的，而生产商至少要将部分收益用于继续放贷，这符合他们的自身利益。

从外国参与者的角度来看，这种动态最容易理解。外国经常购买美元以获得出口的货币优势，这就需要将美元投资于低风险资产，例如国库券。购买这些债券为美国政府提供所需的资源，使其能够继续超前消费。

另一种思考借贷/销售动态的方法是回顾汽车行业的历史。汽车贷款公司的崛起并不是因为汽车制造商被消费贷款业务所吸引；而是因为意识到，如果没有信贷，汽车需求就会消失，生产商最终就会遭受损失。

美国债务困境

扫兴的结局

因此，在可预见的未来，随着联邦债务增加，预算赤字将继续存在并可能增加。

这个过程将不可避免地要结束，预算赤字对通胀影响是最有可能推动变革的催化剂。简单地说，当美国政府的支出大于税收时，就会增加短期需求，这很可能导致通胀。

在过去几十年，政府借贷对物价的影响在很大程度上被其他因素所抵消：中国低廉货物供应增加、全球金融危机带来通货紧缩，以及家庭借贷减少。这些因素已在很大程度上发挥了作用，令赤字融资带来更显著的通货膨胀。

这对财政理性思考来说是个好消息。过去两年的一个重要信息是，美国社会大多数阶层都无法承受通货膨胀。虽然选民有朝一日醒来，决定勒紧裤带帮助子孙后代是一种乌托邦式的信念，但物价上涨确实会令消费者感到愤怒。

我们认为，不管是什么引发财政失衡，解决的过程可能是痛苦的，但也是可控的。几乎可以肯定的是，它来自削减政府开支和福利、增加税收以及允许更高的通胀率来降低部分实际还款成本等措施。这些调整的结果很可能对全球经济增长产生负面影响，给工人、纳税人和投资者等带来阻力。

从本质上说，无论是家庭还是企业，今天都没有他们认为的那么富裕。到某个时刻，目前的一些私人财富将需要用来偿还国家借款。这一过程将对经济繁荣产生不利影响，而且这种影响每年都在加剧，但这也是动态经济中正常变化周期的一部分。毕竟，今天的政府借贷有助于通过经济增长和投资收益创造私人财富。

乐观的理由

丹麦有句谚语：“预测是困难的，尤其是对未来的预测。”离未来越远，可能出现的误差就越大。忽视这个现实以及先前预测失误的历史，会让长期债务带来灾难。

以 2010 年代为例，当时的预算讨论有一个普遍的主题，那就是医疗成本的上升，以及医疗保险支出将对美国财政部造成无法控制的压力。转眼 10 年，每个受益人的医疗保险费用 10 年来保持稳定。改善的根本原因仍有争议，但根据《健康事务》发表的分析，自 2011 年以来，有利的财务后果已达近 4 万亿美元。

美国债务困境

我们认为，人工智能和科技显然有利联邦预算。其影响是双重的，繁荣程度提高会增加库房收入，而高效的科技化运营则会降低成本。正如互联网改变了政府提供服务的方式一样，如果排除人工智能而导致的预算增加，那就太愚蠢了。

现实是，并非所有不确定的结果都是不利的。

极端结果可能性极小

高债务阻碍未来增长的说法在经济教科书中很常见，但在大众媒体中却很少见。媒体提出的理论是：美国财政部破产无法偿还债务，或中国利用其持有的债券对美国施加影响或控制。

我们认为这些风险被夸大了，而且忽略了 3 个关键现实。

首先，联邦政府不是一般的借款人，它的债务是根据本国法律以本国货币发行的，这为其提供了债务管理工具，例如对利息支付征税或迫使美联储通过印钞购买债券。这些手段并非没有成本，它们会带来通胀或未来债券销售困难。

其次，美国违约将是一场全球性的经济灾难。2006 年，有 6,000 亿美元的次级房屋贷款尚未偿还，它们使全球经济陷入衰退，多年后才得以复原；而国库券的未偿还额几乎是这个数字的 50 倍。美国违约几乎不可避免地会使美国和世界陷入严重衰退，并削弱全球银行资本。我们认为，没有赢家，只有不同程度的输家。

第三，违约目前对债权人来说并不是可行的选项。美国的偿债能力并非一成不变的自然法则；我们承认违约是有可能的。但是，要使违约成为现实，就必须有足够的非美国需求，以让美国出现深度和严重的经济衰退，而不至于演变成全球经济衰退。此外，还必须有一种资产能够取代国库券成为银行间的主要抵押品。我们认为，在这种情况下出现之前，债权人出于自身利益是不愿见到违约的。

基于上述原因，我们也不同意一种观点，即中国或其他国家利用其持有的债券谋求地缘政治利益。这将给任何国家带来灾难性的经济后果，而且在实践中也不太可能奏效，因为美国可以合法地利用其主权权力来缓解任何打击。

更根本的是，这种说法颠倒了借贷关系中的权力所在。美国从中国获得商品和服务，并用超过万亿美元的借据支付这些商品和服务。在这种情况下，面临地缘政治风险的是中国，而不是美国。

美国债务困境

辩论、讨论和债务

关于联邦债务的辩论，往往都是一些即将崩溃的夸张说法，或认为无论金额多少，债务都不是问题的乐观观点。

这是一种错误的二分法。我们认为，目前的债务水平不会导致违约，但很可能会以降低增长、减少政府福利、增加税收和提高通胀率的形式带来最终的经济成本。如果像预测的那样，赤字继续存在，债务负担不断加重，那么最终解决债务问题所需的时间将更长，对经济的影响也将更大。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

树木不会长到天般高

重点

- 人工智能推高数大科技股的估值，但其他公司的估值则合理得多。
- 不过，估值合理的公司可能并不像表面上看起来那么便宜，因为对人工智能的大量投资已成为企业保持竞争力的高昂代价，而且回报也不确定。
- 我们认为，标普 500 指数市盈率的飙升本身并不能确定市场上升的极限。但是，如果再加上乐观/自满的投资者情绪指数，以及几乎是疫情前 10 年平均水平两倍的利率，就需要采取谨慎、警惕的态度。

2009年年中，美国经济摆脱了全球金融危机，开始该国历史上持续时间最长的经济扩张，同时也伴随着有史以来持续时间最长的股市牛市。但如果您阅读或观看财经新闻媒体，您可能永远不会知道这一点。评论界、投资者和博客作者大多以怀疑和恐惧的态度来看待经济、盈利和股市长达 11 年之久的增长。

对金融危机后 10 年的 15 倍至 18 倍市盈率感到担忧和关注

他们担心，全球金融危机和欧洲主权债务危机暴露出的系统性弱点没有得到充分解决。许多人估计这些问题会再次出现，并可能给金融市场带来灾难性后果。在他们看来，股市估值并没有反映出这些高风险。

在该段长时间内，标普 500 指数的市盈率大多在 15 倍到 18 倍之间。这些观察家一致认为市场“昂贵”、“估值很高”、“定价完美”或“危险地超前”。

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；= 持平；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

疫情后的今天，标普500指数2024年共识预期市盈率为24倍。20 倍的市盈率一直被投资者视为一个界限，过了这个界限，市场便是“被高估了”或“即将回落”。这是有道理的：市场交易很少超过这个水平。但现在已经超过了。

今天的 24 倍，平静而自信

然而，尽管今天的市盈率要高得多，但投资者和评论界对估值的担忧程度已变得很低。与前 10 年的大部分时间相比，现在

全球股票

市场的反应肯定要低得多，当时标普 500 指数大部分时间的市盈率比现在低 6 到 8 倍。

如果将利率因素考虑在内，2012-2019 年的市盈率与如今 2024 年的市盈率之间的对比就更加鲜明。在疫情前 10 年的大部分时间里，10 年期国库券收益率平均约为 2.3%。如今则接近 4.3%。债券收益率上升通常会导导致市场市盈率下降，但我们的市盈率却大幅上升。

让投资者对如今的高估值沾沾自喜的原因似乎是，市盈率之所以高，只是因为一小部分超大市值科技股和科技相关股票的影响过于巨大，这些股票被认为是人工智能快速发展的明显受益者。如

果剔除“七大”科技股（苹果、亚马逊、Alphabet/谷歌、META、微软、英伟达和特斯拉），剩下的 493 只股票（称为“标普 493 指数”）的市盈率为 18.4 倍，似乎较为温和。（外国市场——加拿大标普/多伦多指数、MSCI 英国指数和 MSCI 欧洲指数——甚至更便宜，接近 16 倍）但在疫情前、利率更低的世界，18 倍的市盈率已被认为是充分估值。

人工智能行吗？

更重要的是，如果人工智能真的像许多人预期的那样对商业和经济产生巨大影响，那么少数科技公司和其他一些类似公司很可能在未来一段时间内继续获得超额收益。但事实上，每家企业都必须在人工智能上投入巨资，才能在本行业内保持竞争力，这可能意味着尽管投入巨资，盈利能力却几乎没有改善。而且，有些企业将无法在这场昂贵的竞赛中保持竞争力，从而彻底走向衰落。

因此，18 倍的市盈率对于一些企业来说可能并不是一个好的估值，因为随着人工智能的出现，竞争风险急剧上升，利率也几乎翻了一番。

没有那么快

解决这问题的方法是让盈利增长足够快，以抵消利率上升带来的阻力。然而，利润的快速增长通常需要更快的 GDP 增长。有些人认为这正是人工智能所能实现的。然而，并非所有人都同意这一观点。国会预算办公室是一个无党派机构，定期为美国国会编制美国经济长期预测。今年 3 月公布的最新预测认为，未来 10 年实际 GDP 增长率将稳定在 2.0% 左右，之后将放缓至 1.6%。

不妨假定，国会预算办公室的经济学家们和其他人一样意识到人工智能的出现，或许他们更了解人工智能在加快 GDP 增长方面的潜力。在我们看来，他们的预期似乎并不乐观。

因此，面对人工智能可能无法援助的情况下，我们只能看到标普 500 指数徘徊在市盈率在 24 倍这一令人不舒服的高位和标普 493 指数的 18 倍这一充分估值之间。这对股市前景有何启示？

更高但...

从短期来看，也就是未来 6 到 12 个月，答案是“高出不多”。我们认为某一天的市盈率与标普 500 指数下一年的回报率之间没有任何有用的相关性。极高的市盈率可能会变得更高。事实上，我们认为这是未来最有可能出现的走势。但是，在投资者似乎对未来市场上涨前景充满信心，甚至沾沾自喜的环境下，我们认为最有启示意义的市场统计数据是“广度”——大多数股票的走势是否与大市指数一致？

全球股票

自人工智能股主导市场以来，在整个上升过程中，标普 500 指数的广度一直是正面的。虽然“七大”科技股占了指数升幅的绝大部分，但大多数股票也在走高。如果情况依然如此，我们相信这波上涨行情还将继续。

.....树木不会长到天般高

从长远看，异常高的市盈率通常会导致未来 10 年的股票回报率低于平均水平。尽管过高的市盈率可能来自一个过度兴盛的行业或少数几个重量级热门股，但结果都一样。

投资者过去也曾面对大幅超重的热门股，如 1970 年代初的“漂亮 50 股”、1970 年代末的能源和大宗商品股、导致“科技灾难”的科技股，以及导致全球金融危机的金融股。在大势最终逆转时，不仅是估值过高的龙头股，其他大多数股票也遭受了损失。

我们不认为市场已经结束上涨。但是，考虑风险偏好并制定计划，在条件允许的情况下提高防御性，是未来几个月需要考虑的事情。我们认为，股票不再十分便宜且投资者情绪日益自满。综合来看，投资者应该采取谨慎、观望的态度。

地区股市观点

Kelly Bogdanova

美国三藩市 (旧金山)
kelly.bogdanova@rbc.com

Sunny Singh (特许财务分析师)

加拿大多伦多
sunny.singh@rbc.com

Frédérique Carrier

英国伦敦
frederique.carrier@rbc.com

Jasmine Duan

中国香港
jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee (特许财务分析师)

新加坡
nicholas.gwee@rbc.com

美国

■ 美国股市在波动异常低的情况下出现大幅反弹后，我们认为下半年的波动可能会增加。

■ 今年截至 6 月 18 日，标普 500 指数 (含股息) 已累计上涨 15.8%。虽然价格上涨几乎是过去 40 年平均年回报率的 1.5 倍，但上升的股票只占少数。仅 8 只股票便占了该指数回报率的 71%，其中 7 只股票与人工智能有关，芯片制造商英伟达领头。期间，该指数中的其他 499 只股票仅占总回报的 29%。我们认为，现在不是追逐最大赢家的时候。

■ 标普 500 指数的 21.3 倍较高远期市盈率并不构成太大障碍，只要普遍盈利预测能够维持。如果剔除人工智能的“七大”科技股，其估值则较低，为 18.4 倍，虽然比平均水平略高，但并非不合理。然而，标普 500 指数与剔除“七大”

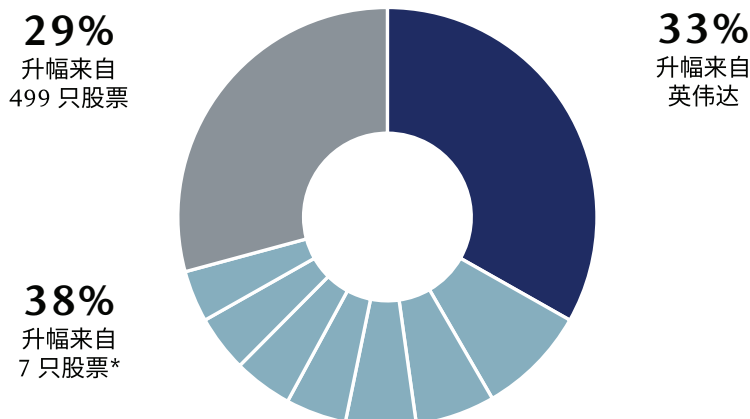
科技股的标普 500 指数之间的估值差距异常之大。

■ 波动性几乎完全消失。根据 RBC 全球资产管理的研究，标普 500 指数已经有超过 335 个交易日没有出现 2% 或以上的单日跌幅。这是 2018 年以来最长的一段时期，比 1999 年以来 23 天的平均值要长得多。我们认为，未来几周或几个月的波动性可能会增加。首先，这些数据表明波动性时期早该出现。其次，美国总统竞选季可能会引发市场波动，因为机构投资者开始关注今年夏天的辩论和政党大会。通常情况下，大选年的波动性会在某一时刻加剧。

■ 标普 500 指数的涨势似乎应该出现正常的停顿或回落。我们建议对美国股票以市场比重投资——这是一种建设性的配置，因为还没有看到牛市可能结束的明显信号。

一小类股票推动标普 500 指数上升

为标普 500 指数年初至今涨幅 15.8% 作出贡献



* 这 7 只股票对标普 500 指数总回报的贡献从小到大依次为微软、Alphabet、Meta Platforms、亚马逊、博通、苹果和礼来。

资料来源——RBC 财富管理、FactSet；截至 2024 年 6 月 18 日的年初至今总回报数据 (包括股息)。期内，标普 500 指数中有 507 只股票 (Alphabet 计算 1 次)

地区股票观点

加拿大

■ 经济增长低于预期、就业市场降温以及持续的通胀放缓为加拿大央行继续减息提供了令人信服的理由。RBC 经济研究部预计，在 2024 年下半年，加拿大央行将总共减息 4 次，每次 25 个基点。减息措施应能缓解国内消费者的压力。不过，随着债务到期和以仍高利率再融资（尤其是房屋贷款），利率环境将继续对借款人产生滞后影响。

■ 对股票投资组合中的国内消费业保持警惕仍有必要。加拿大银行第 2 季财报显示，消费环境相对温和，但某些领域仍存在压力，信用卡和汽车贷款拖欠率上升。在可预见的未来，这种不利因素仍将持续。不过，市场对这一动态早有预期，银行业估值倍数低于平均水平也在一定程度上反映了这一点。

■ 虽然某些大宗商品价格与近期基本面并不协调，但物料板块一直是国内股市的亮点。我们继续建议投资能源领域，因为随着生产商达到目标杠杆水平，股东的现金回报仍然具有吸引力。由于“软着陆”的可能性增大，经济衰退的呼声已经减弱。如果明年出现经济衰退，加拿大能源生产商在应对大宗商品价格低迷时期处于有利地位，这在很大程度上要归功于其较低的债务负担和资本纪律。

■ 市场中最弱的领域是电讯服务。随着现有企业争夺市场份额，2023 年初开始的激烈竞争一直持续到 2024 年。竞争激烈、增长前景转弱、利率高企以及资产负债表杠杆率上升等，都让我们对该行业不抱乐观态度。

英国

■ 工党在民调中继续保持相当大的领先优势，在我们看来，工党很有可能领导新一届政府。工党政府将努力通过简化新建住宅和商业建筑的审批手续来刺激经济增长，并重新调整与欧盟的关系，因为欧盟仍是英国最大的贸易伙伴。工党也承诺扩大英国商业银行的责任范围（该等银行投资于中小企），并寻求将铁路业国有化。

■ 工党的预算提案希望增加对绿色产业以及医疗保健、学校和育儿的投资。保守党政府一直在积极外包服务，而工党将收回对几项活动的控制权，以减低支付给顾问的费用。

■ 为了为其政策提供资金，工党承诺堵塞税收漏洞并增加一些特定税收，如能源利润税。工党承诺在议会任期内将公司税率保持在 25%，并将所得税最高税率和资本利得税维持不变。

■ 新政府可能会发现，其政策将受到国家财政薄弱的限制，财政赤字超过 GDP 的 4%，政府债务略高于 100%。

地区股票观点

■ 英国股票市场的独特构成，包括其大宗商品和防御性行业的高比重，意味着英国股票指数的升跌，离不开“价值”股优于“增长”股，或“防御”股优于“周期”股这种关系上。

■ 在英国股票市场中，优质大型企业股仍极具吸引力，这些股票既能受益于结构性（长期）增长助力，估值水平较为合理，其价格往往低于在海外上市的全球同类股票。以国内为重点的英国股票也值得细心挑选，这些股票的经济背景似乎正在改善，令人鼓舞。英国股票的低估值意味着国际竞争对手和私募基金对英国公司的收购兴趣可能会继续高涨。

欧洲大陆

■ 短期内，人们的注意力可能会集中在欧盟政治以及 6 月欧洲议会选举和 7 月法国国民议会选举的影响上。

■ 尽管极右翼政党取得领先位置，但我们预计欧洲政策不会发生逆转，因为中间派保留超过 55% 的选票。不过，绿党的糟糕表现可能会推迟集团气候议程的实施。

■ 在撰写本文时，尚不清楚法国总统马克龙解散国会、进行国民议会选举的策略是否会奏效。马克龙希望他的政党能够通过这样做挽回败给极右翼政党国民联盟的劣势。

■ 市场担心，在法国财政赤字超过 5% 的情况下，国民联盟的扩张性财政政策可能会破坏该地区的稳定，就像 2012 年的希腊一样。由于法国是欧元区第 2 大经济体，这将会产生问题。最终，如果国民联盟成为政府的一部分，它很可能会与布鲁塞尔的财政政策保持一致。我们认为，在 2027 年法国总统大选之前搞乱现状不符合国民联盟的最佳利益。

■ 此外，欧元区正在复苏。通胀正在放缓，欧洲央行正在减息，这应该会支撑内需。

■ MSCI 欧洲（英国除外）指数在 2024 年 6 月达到 12 个月以来的最高位。法国国民议会选举的不确定性带来了一段波动期。我们维持市场比重和均衡投资策略，寻求投资优质欧洲股票的机会，尤其是科技、工业和医疗保健板块的股票，同时寻找可受益于宏观背景改善和当前相对便宜的估值的选择性机会。如果政治局势恶化令短期走势显得过度，我们或会增加持仓比重。

亚太地区

■ 中国 5 月的经济数据仍不平衡。出口和制造业投资依然强劲，而国内消费则相对疲软。政府决心支持房地产市场令人鼓舞，因为长期低迷可能会给银行系统带来风险。然而，目前的政策措施可能还不够，我们预计后续政策将加大支持力度。房地产市场的稳定和复苏可能还需要时间。

■ 我们预计会出现“K”型复苏，一线城市的房价会率先企稳反弹，而其他城市的房价则会继续走低。长远来看，供求关系将是决定房价的关键因素。由于新房动工量大幅下降、库存清货以及被压抑需求的释放，未来几年一二线城市可能会出现供不应求的问题。

■ 对于中国股市，我们认为房地产市场前景和政策效果将在短期内推动市场。随着 11 月美国大选临近，我们预计针对中国商品的贸易政策将更加重要。我们维持“市场比重”部署，因为许多投资者更愿意逢高卖出。我们将专注于精选个股，捕捉交易机会。

■ 本季迄今为止，由于日圆兑美元汇率从 150 下跌至 159 以上，日本股市以美元计算出现下跌。我们预计，在美联储可能减息和日本央行可能加息的推动下，日圆压力将在 2024 年下半年达到顶峰。RBC 资本市场预计美联储将在 12 月减息 1 次。

■ 我们继续看好日本股票，并建议增持，原因有以下几点。(1) 2% 的可持续通胀目标似乎指日可待，这将使企业能够提高价格；(2) 来自友岸和在岸外包的新投资可

能会支撑经济活动；(3) 公司治理改革，股本回报率和股东回报率正在改善；(4) 储蓄率高和工资上涨，国内需求应该会恢复；(5) 日圆疲软，入境旅游业强劲；(6) 由于日本个人储蓄账户计划的改革，国内散户流入股市的资金应该会改善。

■ 与其他发达市场相比，MSCI 日本指数的估值仍然偏低。不过，风险仍然存在，包括出口放缓和日圆波动。

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

唯一确定的是不确定性

重点

- 随着主要发达国家央行在 6 月首次减息，全球央行宽松周期已经开始。但本轮宽松周期不太可能与过去几十年的宽松周期类似。
- 央行官员在降低通胀和延长当前经济扩张的推拉过程中，零星和间歇性的减息措施，将取代稳定和大幅的加息行动。
- 央行适度的宽松政策应能支持企业债券等风险较高的资产。对投资者来说，在权衡政府债券的安全性和信用敏感行业的额外收益率时，现在有更多理由选择收益率处于历史高位的债券。

在全球大多数央行为抑制通胀进行了多年的加息之后，加拿大央行于 2024 年 6 月在七国集团央行中率先减息，欧洲央行紧随其后。两央行先后减息，其他央行今年稍后也许会跟进。

英国央行可能是下一间减息的央行，预计将在 8 月首次减息，并可能在年底前再减息 1 次。

但现在已是 2024 年年中，美联储仍未闻有任何举动。今年年初，市场充满希望，价格反映美联储今年会有 7 次减息。之后，市场又一度反映不减息的可能性。现在，市场预期大约是 1 到 2 次减息。

崎岖不平的路径

在疫情过后的世界，没有常态似乎是常态。从历史上看，各国央行要么加息，要么减息，中间并无太多选择。

但这次的宽松周期可能会有所不同。

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；= 持平；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

加拿大央行似乎最有可能走传统的宽松道路，即持续稳定地减息。目前的市场定价显示，明年的减息幅度约为 150 个基点，是主要央行中最大的幅度。虽然加拿大在通胀回归目标方面取得最大进展，但这是以乏力的经济增长为代价，可能为持续的宽松周期定下基调。RBC 资本市场目前预计，2025 年底的政策利率仅为 3.0%，比 5.0% 的峰值政策利率低整整 200 个基点。

全球固定收益

然而，对于其他国家来说，每次利率决策都可能是一场激烈的争论，而且要视具体情况而定，完全取决于当时的数据。

欧洲央行就是投资者近期看到的一个典型例子。虽然央行官员决定在 2024 年 6 月减息，但减息的力度相当鹰派，因为官员也拒绝承诺进一步调整利率的任何预设路径，而是取决于日后通胀的上落。减息的同时还上调了通胀预期，这在一定程度上削弱了今年进一步减息的希望。虽然我们仍然预计 2024 年还会有 2 次减息，而目前的市场定价也是如此，但这并不是确定无疑的。

加息周期基本上是单向走高，但回落过程可能会比以往大多数宽松周期有更多起伏。

高点更高，低点也更高

总体而言，各国央行不得不将利率提高到几十年来从未见过的水平，以控制通胀。尽管减息的时机和频率仍不确定，但一旦减息，利率只会降至仍然较高的水平，这一预期似乎更加确定。

如图所示，预计到明年这个时候，美国和英国的利率仍将在 4.0% 以上。就美联储而言，其对经济“中性”利率的估计一直在走高。所谓“中性”利率是指既不促进也不限制经济活动和通胀的利率水平。

自 2019 年以来，美联储官员的预测中值一直锁定在 2.5% 左右。在 3 月的会议上，该利率小幅升至 2.6%，而在 6 月会议后，目前为 2.8%。

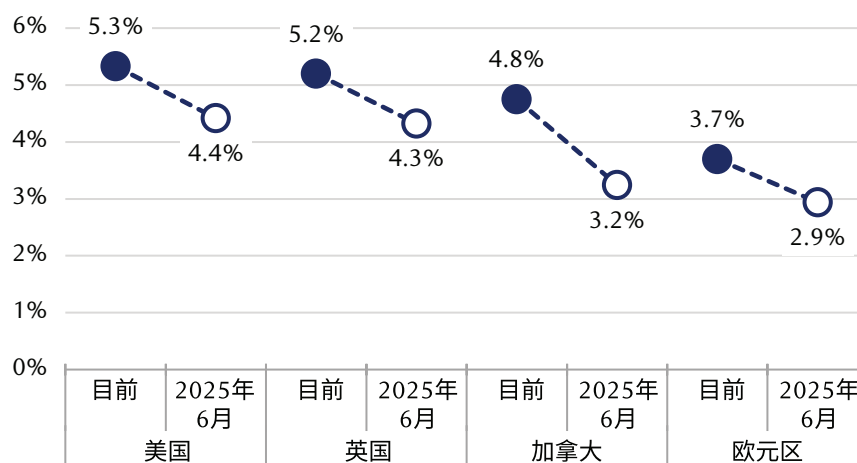
我们预计它将继续走高，最终达到 3.0% 左右。

因此，基本情况仍然是，大多数央行将保持渐进、不均衡的减息周期，但如果经济活动放缓，减息将加速。

主权债券的安全性，还是公司债券的额外收益？

无论减息的时机或幅度如何，我们都清楚地看到，现在已经到了收益率可能走低的阶段。所有固定收益投资者已注意到这点。

市场定价反映减息周期内每次减息幅度不大



资料来源——RBC 财富管理，彭博；市场隐含的长期政策利率（基于 1 年远期合约数据）

全球固定收益

尽管短期债券的收益率仍然高于长期债券的收益率，但投资者越来越关注长期债券期限，以便在收益率开始下降之前尽可能长时间地锁定收益率。

今年年初，市场定价反映的央行减息次数过多，我们认为，把现金停放在高收益率债券是一种合理的投资策略。第 2 季伊始，在全球收益率上升的背景下，我们转而建议逐步撤出现金，转而投资期限较长的债券。

我们现在的看法依然如此，但需要加快一些。我们认为加息周期不会重启，因此投资者面临的主要风险是，收益率会像目前市场定价的那样缓慢下降，还是会因为一些不可预见的事件或经济放缓而加速下降。

在收益率下降的环境中，投资者的另一个选择是在主权债券或具有某种信用风险的债券（如公司债券）中寻求安全。

尽管近几个月来全球经济风险似乎已经消退，但信贷市场的交易就像没有任何经济风险一样。信贷息差——即高于政府债券的超额收益率（以补偿投资者的隐含信用风险）——仍处于历史低位。也许投资者甚至开始认为，企业资产负债表比政府资产负债表要好。

尽管如此，随着宽松周期开始和经济风险减弱（尽管还没有完全消失），投资者可能希望在收益率处于历史高位的情况下增加债券比重（即使对信贷风险的补偿仍然有点低）。

地区固定收益观点

Thomas Garretson (特许财务分析师)

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 (特许财务分析师)

英国伦敦
rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡
shawn.sim@rbc.com

美国

■ 通胀在第 1 季缺乏进展令人失望，但第 2 季略有改善。在控制通胀方面重现乐观情绪，市场再次对美联储今年多次减息抱有期望，尽管信心仍然较低。在 6 月的会议上，联邦公开市场委员会 19 名成员的预测中值显示，今年可能只会减息 1 次。9 名成员预计会减息 2 次，8 名成员预计会减息 1 次，其余成员预计不会减息。我们认为，如果通胀在夏季继续放缓，那么 9 月之前出现首次减息仍然是有可能的。

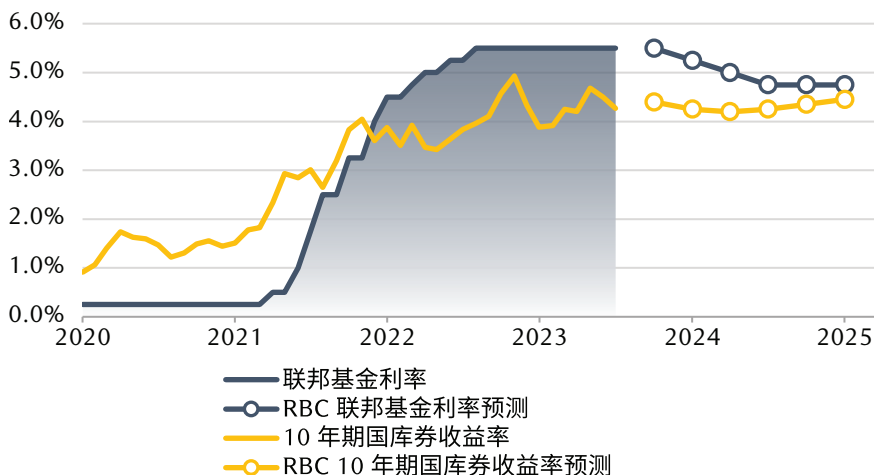
■ 美国信贷市场估值仍然较高，但无可否认的是，总收益率仍具有前所未有的吸引力。对于有合适风险承受能力的投资者来说，我们认为值得采用杠铃配置法，即投资于收益率仍在 5% 以上的短期国库券，以及指数收益率仍在 8% 左右的高收益公司债券。高收益公司债券的公司大多已就其债务进行再融资，大多数债务要到 2029 年才到期，这应该会降低短期信贷风险。

■ 尽管公司债券估值在 2024 年的大部分时间里一直处于历史高位，但市政债券市场的估值甚至更高。然而，该情况在 5 月和 6 月期间开始发生变化，因为各市政当局在今年稍后的选举前大量发行新债券。因此，10 年期 AAA 级普通市政债券相对于美国国库券的平均收益率，已从 3 月的低点 57% 上涨至截至 6 月 21 日的 66%，接近 2023 年 11 月以来的最高比率，但仍低于历史平均值。

加拿大

■ 过去几个月，加拿大经济出现疲软迹象，增长速度低于过去 3 年，此外，失业率稳步上升。随着宏观经济疲软和通胀走低，加拿大央行最终被迫实施 2024 年首次减息，同时暗示未来会进一步减息。我们认为，加拿大央行减息有利于投资组合中期限较长的债券，即那些价格对利率变动敏感度较高且受利率下降影响最大的债券。

最新利率展望



资料来源——RBC 财富管理、彭博、美联储、RBC 资本市场 2024 年 6 月的预测

地区固定收益观点

■ 尽管在预期加拿大央行会进一步减息的情况下战略性地转向长期债券的是合理的，但鉴于减息时间和幅度仍存在不确定性，另一种策略似乎较为合适。债券投资者应关注仍徘徊在 20 年历史区间上端的收益率，远离极度依赖利率预测的投资理论。不久前，当债券收益率低于 2% 时，这种“收益率”方法实施起来要困难得多。

■ 尽管加拿大公司债券市场的收益率仍有吸引力，但违约风险的额外收益补偿（即信贷息差）仍处于历史低位。信贷息差收窄也降低了加拿大政府债券在未来提供更高回报的门槛。当风险的收益补偿如此之低时，理解债券市场容易受到不完美前景的影响是关键所在。我们的债券偏好已从风险较高的类别（例如资产负债表较弱的公司所发行的高收益债券），转向风险较低的类别，例如加拿大政府债券或美国国库券。

英国

■ 英国可能会即将开始减息。我们的基本预测为英国央行在 8 月开始减息 25 个基点，然后到 2024 年底再减息 25 个基点，达至 4.75%——与市场预期的 4.72% 一致。这取决于英国央行的 3 个重点领域：服务业通胀、私营机构薪资增长和就业市场紧张状况，是否与其预测一致。如果数据出人意料地上升，英国央行可能会犹豫是否要实施我们今年预期的 2 次减息。尽管经济增长比预期更具韧性，但家庭对房屋贷款成本上升的敏感度对未来增

长构成风险，并可能促使央行采取更多宽松措施。英国央行第 1 季房屋贷款活动报告显示，拖欠的房贷款项按季增长 4.2%，达到 213 亿英镑（按年增长 44.5%），为 2014 年第 3 季以来的最大增幅。

■ 英国国债目前的交易价格约为过去 6 个月的平均水平。因此，我们不打算增持长期债券，但仍维持对英国国债的适度增持。尽管 2024-25 税务年度的借款和英国央行债券销售创纪录，但投资者的需求仍然强劲。工党目前在 7 月 4 日大选的民调中领先，该党宣言强调维持经济和财政稳定。我们认为，如果工党获胜，政府不负责任的支出风险可能很低。

■ 2024 年上半年，企业息差大幅收窄，但最近 6 月的息差扩大使估值显得不那么有吸引力。由于供应量不大和机构投资者的资金强劲流入，另外，强劲的增长和盈利状况令企业基本面在第 1 季得以改善，下半年的息差可能会在控制之内。然而，由于增长、政治和通胀风险依然存在，我们仍保持高度选择性。我们偏好短期的优先银行债券以及必需消费品和科技行业的债券。

欧洲大陆

■ 欧洲央行在 6 月首次减息，但我们认为，未来的息率将取决于相关因素的幅度和频率，例如工资的增长、欧洲央行官员对通胀的预测等。理事会非常重视官员的季度预测；因此，9 月和 12 月的官员预测将是观察理事会反应的关键。

地区固定收益观点

■ 根据目前的市场定价，我们的基本预测是，欧洲央行会再减息 2 次，年底前减至 3.25%。话虽如此，如果官员 9 月的通胀预测继续显示 2025 年通胀加速，而且欧洲央行薪资追踪指标显示薪资增长不再减慢，则可能会减少减息次数。另一方面，如果物价和经济放缓速度较官员预期快，则可能增加减息次数以刺激经济。

■ 我们预计，央行透过量化紧缩继续削减资产负债表不会造成任何干扰。因此，我们继续适度看好主权债券和跨国债券。尽管法国息差（即法国主权债券与德国国债的收益率之间的差距）处于历史高位并且似乎具有吸引力，但鉴于法国面临的政治和财政不确定性加剧，我们不愿作增持部署。对于评级较低的国家，我们选择希腊而不是意大利，对于德国、比利时、荷兰、欧盟和地区机构的债券，我们采取平衡配置。

■ 经济复苏和欧洲央行减息有助支撑企业基本面，即使欧洲央行持有 30% 的企业债券（非金融公司债券），欧洲央行量化紧缩政策的干扰也很小。此外，投资者已轻易消化了年初至今创纪录的供应量，导致息差大幅收窄。我们认为，近期 6 月信贷息差扩大降低了估值，是一个较好的入市点，尽管并不便宜。我们对发行商有选择性，较喜欢必需消费品、通讯服务和资讯科技行业的短期信贷，并配置优先银行债券。

亚太地区

■ 年初至今，亚洲债券表现强劲，亚洲（日本除外）投资级和高收益公司债券的总回报率分别达到 +2.05% 和 +8.3%。这主要由于各种债券的息差大幅收窄所致。

■ 投资者正在密切关注 5 月 17 日宣布有关应对中国长期房地产危机的最新措施，其中包括降低购房者的首付比例和调整房屋贷款利率。值得注意的是，中央政府会直接向地方政府购买已完工但尚未售出的公寓，并把这些公寓转为可负担住房。这些措施是朝着正确方向迈出的一步。然而，尽管其范围很广，但规模较小，特别是考虑到所涉及的执行风险，这些措施是否足够仍然存在疑问。尽管如此，我们认为这些只是初步措施，7 月三中全会之后或会有进一步刺激政策。

■ 在营收增长疲软和利润率受压的情况下，香港非金融公司已开始看到一线希望。融资成本已经下降，1 个月的香港银行同业拆息利率自 2023 年 11 月 11 日达到 10 年高点后下降了超过 100 个基点。香港的知名企业，特别是那些在中国大陆有业务的企业，也将其债务组合转向人民币，从而降低了融资成本。香港房地产是需求回升的行业之一。经营住宅房地产业务的公司受惠于今年 2 月政府取消所有购房限制措施。一手住宅销售增加，我们认为该行业的企业应能获得良好的信贷息差支持。

■ 新加坡企业，特别是与政府有关联的企业，继续受惠于新加坡私人银行和机构对本币债券的强劲需求。由于规模不大，大多数新发行的债券很容易被投资者吸收，这也是整个市场技术面强劲的原因之一。

■ 2024 年下半年，我们继续偏好亚洲的优质发行商和投资级债券。尽管到 2024 年底信贷息差可能会扩大，但我们认为亚洲债券目前得到技术面的良好支撑。因此，我们也更喜欢存续期较短（即对利率的敏感度较低）的亚洲债券，同时继续享受具吸引力的息票收入。

大宗商品

Matt Altro
(特许财务分析师)

加拿大多伦多
matt.altro@rbc.com

大宗商品预测

大宗商品	2024年 (估计)	2025年 (估计)
石油 (美国原油每桶\$)	\$79.45	\$77.79
天然气 (每100万 BTU\$)	\$2.31	\$3.13
黄金 (每盎司\$)	\$2,061	\$2,140
铜 (每磅\$)	\$4.39	\$4.50
大豆 (每蒲式耳\$)	\$12.40	\$12.38
小麦 (每蒲式耳\$)	\$6.05	\$6.25

资料来源——RBC 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)；
2024 年 6 月 25 日的数据

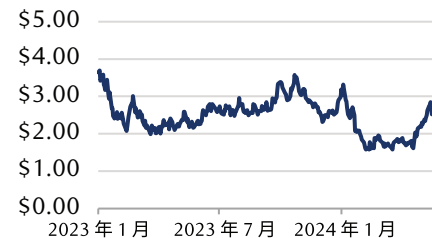
原油

石油输出国组织决定将减产期限延长至 2025 年底。作出决定时，正值市场对全球经济充满着不同看法的时候。不过，减产可能会根据市场情况作出调整。RBC 资本市场预计美国原油价格到年底将达到 84 美元/桶。



天然气

过去几个月，由于天气渐热，电力需求增加，天然气价格走强。虽然市场供应仍然充裕，库存仍然很高，但 RBC 资本市场预期使用率会继续增加，目前价格有支持力。



黄金

在经济疲软和央行大举购买黄金的推动下，去年金价已升至历史新高。我们认为，由于一些央行报告 5 月没有购买黄金，金价可能会在短期内暂停上升，但未来 1 年利率走势向下，金价可能会重新上升。



铜

尽管铜价近期疲软，但年初至今仍录得两位数涨幅。中国需求增加以及美联储实行减息的机率增加，使铜价持续走高。RBC 资本市场预计，下半年铜价将维持高企，但供应改善可能会降低价格。



大豆

美国农业部预计，由于大豆产量增加，2024/2025 年全球油籽产量将增加，并预计创下历史新高。此外，美国农业部认为，大豆种植的经济效益大，有利于进一步种植，这主要得益于亚洲消费增加所推动的全球贸易增长。也就是说，供应增加可能会令价格下降。



小麦

美国农业部预测 2024-2025 年全球小麦产量将创下历史新高。此外，由于人口增长、政府项目和相对可负担性，美国农业部预计食品、种子和工业消耗量将会增加。我们认为，这反过来又会支撑年底小麦价格上涨。



货币

Nicolas Wong (特许财务分析师)

新加坡

nicolas.wong@rbc.com

货币预测

货币对	目前汇率	2025 年 7 月预测	变化
主要货币			
美元指数	105.20	105.62	0%
加元/美元	0.73	0.71	-2%
美元/加元	1.38	1.41	2%
欧元/美元	1.08	1.09	1%
英镑/美元	1.27	1.21	-5%
美元/瑞士法郎	0.90	0.99	10%
美元/日圆	157.00	158.0	1%
澳元/美元	0.66	0.68	3%
欧元/日圆	169.00	172.0	2%
欧元/英镑	0.85	0.90	6%
欧元/瑞士法郎	0.97	1.08	12%
新兴货币			
美元/人民币	7.25	7.28	0%
美元/新加坡元	1.35	1.34	-1%

变化的定义是“货币对”报价中第 1 种货币的隐含升值或贬值。

资料来源——RBC 资本市场预测、彭博；2024 年 6 月 13 日的数据

美元：受美国国库券收益率上升支撑

美元指数在 4 月下旬创下年内新高，主要受强劲的美国经济数据以及投资者将美联储首次减息时间推迟至 2024 年后期的推动。我们预计美元指数将在第 3 季继续受到美国国库券收益率上升的支撑，而 RBC 经济研究部预期美联储只会在今年的稍后减息。然而，经济数据可能会推高美元走势。

欧元：欧洲央行一如预期于 6 月减息

欧洲央行于 6 月减息（被市场视为“鹰派减息”）后，欧元/美元汇率几乎没有变动。欧元区近期的经济数据强于市场普遍预期。尽管 RBC 经济研究部维持 2024 年再减息 2 次的预测，但认为风险倾向于减少减息次数。我们预计欧元/美元在 2024 年下半年内将保持在相对狭窄的 1.05-1.09 区间内。

加元：美元/加元第 4 季预计为 1.40

加拿大央行在 6 月减息，同时表示“有持续的证据显示通胀正在放缓”。随着加拿大经济数据放缓，我们预计加元在 2024 年全年都会走软。RBC 经济研究部预计加拿大央行今年将再减息 3 次，但市场预期只有 2 次。

英镑：因英国财政困境而走弱

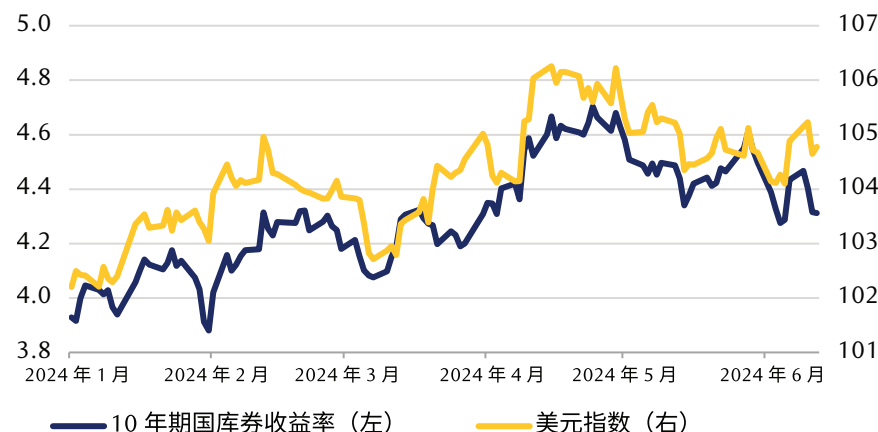
到目前为止，英镑在 2024 年的表现优于大多数十国集团货币，原因是英国顽固的通胀推迟了英国央行的减息时间。英国宣布 7 月大选并未对英镑造成太大影响。然而，由于下届政府将面临财政背景限制，以及英国央行无法迅速减息以推动复苏，英国经济仍然脆弱。

日圆：美元/日圆年底前再测试 160

4 月底，美元/日圆飙升至 160 以上的 34 年高位，促使日本当局 2 次干预外汇市场以支撑日圆。美元/日圆汇率继续受到美国和日本之间的巨大息差推动，我们预计该情况将会持续，直至美联储减息或日本央行开始大幅加息（这种可能性较小）为止。

美元指数在 2024 年紧贴 10 年期国库券收益率

由于我们预计美联储只会于 12 月减息，预期美元仍然会保持强势至 2024 年底。



资料来源——彭博、RBC 财富管理；截至 2024 年 6 月 13 日的数据

美国兴衰 记分卡

阴霾密布

就在两年前，美国兴衰记分卡还在显示美国经济处于绿色扩张区。从 2022 年夏季开始，该明确一致的评级开始转坏。首先，在 2022 年 7 月，国库券收益率曲线出现倒挂（1 年期国库券收益率高于 10 年期国库券收益率），这显示信贷条件正在严重收紧。100 多年来，每次经济衰退之前都会出现这样的收益率变化。

几个月后，我们的 7 项指标中的第 2 项指标——美国经济谘商会的领先经济指数——跌破 1 年前的水平，转为衰退的红色。自 1950 年代末以来，即自该指标出现以来，美国每次经济衰退开始前都会出现这种情况。在随后的几个月中，又有 3 个记分卡指标离开扩张（绿色）区，进入警示性的黄色评级。

现在记分卡中的第 3 个指标已进入经济衰退的红色栏。第 1 季，美国名义 GDP 增长速度已低于联邦基金利率。自 1950 年代以来，每次经济衰退开始之前或刚开始，都会出现这样的交点。

“预期远景”现正处于一个重要的时刻：平均而言，经济衰退会在美联储首次加息 25 个月后出现——即 2024 年 4 月。然而，尽管从“首次加息”到经济衰退的平均时间略多于 2 年，但在超过一半的情况下，等待时间超过 25 个月。

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 1 年的大部分时间，负息差进一步扩大。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，而最长为 23 个月。截至 7 月，这将是 100 多年来最长的倒挂。

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 5 月 4 日发表）连续 8 季确认这点。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、消费分期付款、房屋贷款和商业房地产贷款。

美国兴衰记分卡

指标	现况		
	扩张	中性/警示性	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	✓*		
美国经济谘商会领先经济指数			✓
非金融企业现金流量	✓		
供应管理协会“新订单减去库存”		✓	
联邦基金利率相对名义 GDP 增长			✓

* 有可能转为衰退状态，但尚待确定。

资料来源——RBC 财富管理

美国兴衰记分卡

1 年期收益率与 10 年期收益率之间的负息差在 6 月为 158 个基点，是本周期迄今最阔的息差。此后，息差在 4 月大幅收窄至仅 55 个基点，然后在最近几周再扩大至 90 个基点。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。

美国经济咨商会领先经济指数

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，在兴衰记分卡上转入衰退的红色一栏。截至 2024 年 5 月的报告，该指标在之前的 29 个月中有 28 个月下跌，深陷负值区域，尽管在过去 6 个月中按年跌幅有所放缓。我们从没见过该指标出现如此大跌幅而不出现衰退。

供应管理协会“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。

在 2022 年 9 月创下最新低点后，该指标稳步上升（我们使用的是 3 个月移动平均值），并在去年夏季回到零点之上。在连续 3 个月处于正值后，我们将其评级从衰退（红色）转为中性/警示性（黄色），尽管新订单部分本身仍然是负值。新订单数据最终在 2024 年 1 月进入扩张区；然而，5 月出现特别疲软的数据，如果不迅速逆转，今年夏天的整体指标可能会再次陷入负值。

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。到目前为止，在这几个月中还没有出现更低的读数，因此该指标维持于黄色一栏。

事实上，短期工作、职位空缺和平均工时都在逐年下降，这可能令申领失业救济的人数上升。

失业率

失业率在 2023 年 4 月创下 3.4% 的周期低点后，5 月跃升至 4.0%。在这 12 个月中，失业率逐步走高，但尚未进入决定性的上升趋势。不过，我们认为，如果未来几个月持续高于 4.0%，则预示着经济衰退即将来临。

美国兴衰记分卡

非金融企业现金流量

这数字表明企业内部有能力为希望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。虽然这些现金流与疫情期间的峰值相比大幅下降，但截至第 1 季，这些现金流仍然高于负数的交点。第 2 季的数据要到 9 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 GDP 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 GDP 的 6 个月年化推算率。（名义 GDP 是未经调整

通胀的 GDP。）自 2020 年第 4 季创下 23% 的疫后重启高点以来，GDP 推算率一直在下降。到去年年底，该增长率已降至 6.7%，仍高于 5.50% 的联邦基金利率。然而，现在公布的第 1 季 GDP 数据显示，6 个月名义 GDP 增长率仅为 4.9%，低于联邦基金利率，满足了经济衰退的这一历史先决条件。我们最近将该指标转入衰退（红色）栏。

展望未来

权衡 7 项指标的当前状况及预测其走势后，我们认为美国在今年下半年步入衰退的可能性越来越大。

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，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），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

Luis Castillo——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，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——主管，RBC 财富管理投资组合顾问组

（美国），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，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Josh Nye——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，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

Matt Altro（特许财务分析师）——加拿大股票助理顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Atul Bhatia（特许财务分析师）——固定收益投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 资本市场有限公司

Jasmine Duan——高级投资策略师，加拿大皇家银行（香港分行）

Nicholas Gwee（特许财务分析师）——投资组合策略师，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Sunny Singh（特许财务分析师）——加拿大股票投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（股票），RBC 多美年证券有限公司

Nicolas Wong（特许财务分析师）——外汇主管（亚洲），加拿大皇家银行（新加坡分行）

必要信息披露

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2024年3月31日

评级	总数	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			总数	百分比
买入 [优于整体板块]	831	56.84	264	31.77
持有 [与板块持平]	585	40.01	151	25.81
卖出 [逊于整体板块]	46	3.15	4	8.70

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標。获许可使用。RBC 财富管理是加拿大皇家银行的注册商標。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