



全球
透視

2024 年中展望

美國債務困境

沒有快速解決辦法，也不會有災難

自 2015 年以來，聯邦政府的債務已經增加 1 倍，而且沒有任何好轉的跡象。

Atul Bhatia (特許財務分析師) | 第 4 頁

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 31 頁。

製作：東岸時間 2024 年 6 月 26 日下午 4:10；刊出：東岸時間 2024 年 6 月 26 日下午 5:00。

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。

目錄

4 年中焦點 | 美國債務困境：沒有快速解決辦法，也不會有災難

評論界經常將聯邦政府的債務與國家的債務混為一談，這是一個嚴重的錯誤。我們將深入探討投資者應該如何看待財政政策和債務問題，並討論為什麼不可能出現災難或快速解決辦法。

11 全球股票 | 樹木不會長到天般高

我們不認為市場已經結束上漲。但是，考慮風險偏好並制定計劃，在條件允許的情況下提高防禦性，是未來幾個月需要考慮的事情。由於股票不再十分便宜且投資者情緒日益自滿，我們傾向於採取謹慎、警覺的態度。

18 全球固定收益 | 唯一確定的是不確定性

全球貨幣政策寬鬆週期終於開始了。但究竟能走多遠、持續多久，目前仍不明朗。無論減息的時機或幅度如何，我們都知道，現在已經到了收益率可能走低的階段。我們將解釋投資者在下半年應採取的下一步行動。

27 美國興衰記分卡 | 陰霾密佈

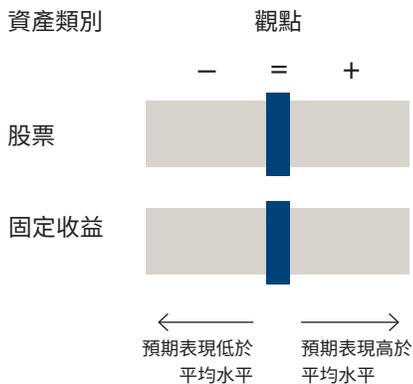
我們的美國興衰記分卡在 5 月出現重要的負面變化，第 3 個領先指標被重新評為衰退紅色。未來幾個月，第 4 個指標也可能出現類似的變化。股票投資者應該意識到，未來幾個月美國經濟陷入衰退的風險正在上升。

市場方面

- 3 RBC 的投資立場
- 14 地區股市觀點
- 21 地區固定收益觀點
- 25 大宗商品
- 26 貨幣

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

- 標普 500 指數在窄幅領漲和異常低的波動中持續強勁上升。僅 8 隻股票便佔年初至今回報率的 70% 左右，其中 7 隻與人工智能有關。加拿大和歐洲市場的表現較為平衡，但回報率大幅落後於標普 500 指數，這主要是由於科技股的比重較低。單一投資主題主導全球股票市場的時期（就像人工智能自 2023 年初以來的情況一樣）可能會比人們認為合理的時間長得多，但也可能會在最意想不到的時候結束。有一句老話：「不要把所有雞蛋放在一個籃子裡。」
- 我們認為，下半年的波動有可能加劇。將於 7 月中旬開始的第 2 季財報季將成為特別關注的焦點。此外，在美國總統大選年，波動性通常會在某個時候加劇。
- 我們將在全球股票中持有市場比重，並專注於不同行業的優質公司。

固定收益

- 臨近 2024 年的中點，全球債券收益率仍在波動，但彭博全球綜合債券指數的平均收益率近幾個月穩定在 4.0% 左右，但仍低於 2023 年 4.4% 的峰值。全球通脹壓力在年初短暫上升後繼續改善，加拿大央行和歐洲央行於 2024 年 6 月宣佈減息，RBC 資本市場預計美聯儲也將在今年稍後減息。雖然截至本文撰寫時，收益率已從 2023 年底的高位大幅回落，但仍遠高於過去 20 年的平均水平，在我們看來，這仍是一個相對有吸引力的入市點。不過，我們短期內仍將保持謹慎和耐心，因為收益率可能會回調走高，直到央行寬鬆政策的時間和幅度更加明確。
- 在收益率仍高於數十年的平均水平下，我們仍然將美國固定收益維持在市場比重。美國和全球的經濟風險已經回落。雖然經濟風險並非不重要，但我們認為收益率接近 8% 的高收益公司債券具有價值。2024 年 6 月初，我們通過減少國庫券配置，將該板塊的評級提升為中性。

年中
焦點



Atul Bhatia (特許財務分析師)

美國明尼阿波利斯
atul.bhatia@rbc.com

美國債務困境：沒有快速解決辦法，也不會有災難

評論界經常將聯邦政府的債務與國家的債務混為一談，這是一個嚴重的錯誤。我們將深入探討投資者應該如何看待財政政策和債務問題，並討論為什麼不可能出現災難或快速解決辦法。

重點

- 自全球金融危機以來，美國政府債務一直在快速上升，但整個經濟中更廣泛的借貸指標卻保持相對穩定，與其他發達經濟體持平。
- 美國的財政政策很可能已經難以為繼，政治性項目的成本超過了當前的稅收收入。
- 通脹上升——而非違約或外國脅迫——可能是觸發美國整頓預算的因素。

美國的債務問題一直是個有分歧的問題。不僅對其原因和解決方法存在分歧，而且似乎沒有人能就聯邦債務是否或何時成為一個問題達成一致意見。

我們認為，爭論雙方都有問題。說美國的借貸數額會導致災難的人必須看看 40 年來的事實：日本經濟在債務水平幾乎是美國 2 倍的情況下仍能正常運轉，以及沒有一個主權國家在根據本國法律以本國法定貨幣借貸時出現違約的情況。

說債務無關緊要的人，他們的說法也站不住腳。主要是他們的論點明顯荒謬。我們借了多少錢來為目前的開支提供資金，這一定很重要。畢竟，「天下沒有免費的午餐」是經濟學研究的出發點。

我們的觀點介於這兩個極端之間。我們認為，聯邦債務本身是一個可控的問題，美國目前還沒有違約的風險。同時，我們認為造成債務的條件（目前仍在持續）是有問題的，並將在未來給經濟造成負擔。

債務大嗎？大，但不嚴重

在討論財政政策（我們認為這才是真正的問題所在）前，我們有必要對其進行深入探討，因為聯邦債務備受媒體關注。它得到如此程度的關注是有理由的——聯邦政府欠了一大筆錢。即使不考慮欠各種政府信托基金的債務，財政部也借了近 28 萬億美元，略低於 GDP 的 100%。如果算上社會保障和類似的債務，總額不難超過 33 萬億美元。這類統計數字似乎證實了美國債務失控的觀點。

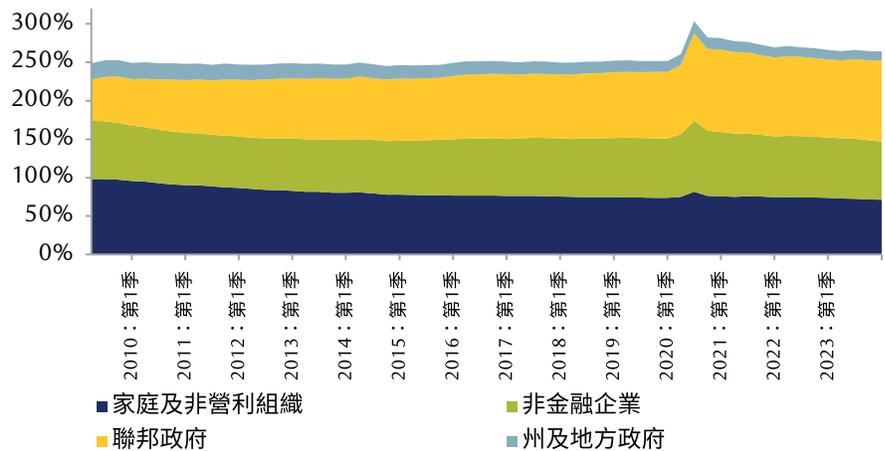
美國債務困境

然而，令我們感到奇怪的是，聯邦政府的借款受到了高度關注。畢竟，美國的大部分經濟活動都發生在政府之外，是企業和家庭活動的產物。當我們擴闊視野，將企業和家庭活動納入其中時，美國作為一個國家（而不僅僅是一個政府）的債務狀況看起來非常不同。

首先，近期國家借貸沒有明顯增加。除了與新冠疫情有關的突發事件外，過去 15 年來債務與 GDP 的總體比率一直非常穩定。美國借貸的組成確實發生了變化，但十多年來，債務數額的增長速度與經濟總量的增長速度大致相同。

15 年來，美國債務遠未出現爆炸式增長，而是一直保持著穩定的增長態勢

非金融債務總額佔美國 GDP 的百分比



資料來源——美聯儲；截至 2023 年的季度數據

與其他發達國家相比，美國的債務負擔也並不特別嚴重。截至 2022 年底，即國際貨幣基金組織可取得統計數據的最後一年，美國企業、家庭和政府機構的總債務負擔約為 260%。這使美國基本上處於大型發達經濟體債務水平的中位數。

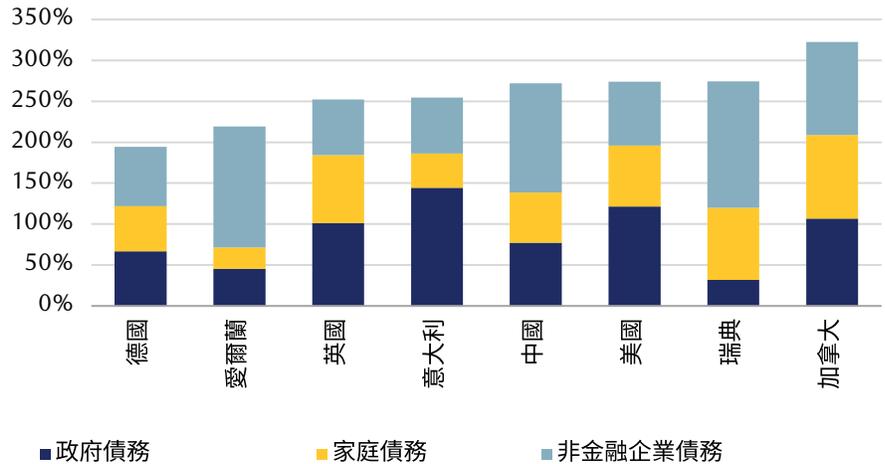
換句話說，如果美國將其全部年產量用於償還債務，那麼大約需要 2.6 年的時間才能還清家庭、企業和政府機構借貸的所有資金。這與英國或瑞典所面對的時間基本相同，也大大低於加拿大，因為加拿大每 1 美元的生產能力都要負擔 3 美元以上的未償債務。

事實上，當我們審視美國的借貸時，最突出的不是其債務的數額，而是其債務的組成。與大多數國家相比，以國家資產為抵押借款的是聯邦政府，而不是私人或企業。

美國債務困境

一個較廣泛的債務衡量標準顯示，美國的情況相當典型

債務佔 2022 年全國 GDP 的百分比



資料來源——國際貨幣基金組織；包括債券、貸款和債務證券

我們認為，這種債務狀況有許多值得喜歡的地方。

首先，這是最便宜的借貸方式。作為一個國家，與家庭或企業貸款相比，美國用於融資成本的資源更少。此外，當利率上升時，聯邦政府不會被迫勒緊褲帶。這與加拿大家庭不同，加拿大家庭因房屋貸款成本上升而感到壓力，並對整個經濟產生負面影響。

從整體經濟來看，美國的借貸情況與其經濟規模相稱，借貸結構相對有利。相對於家庭或企業的借貸，聯邦債務遠非負擔，而是一種潛在的優勢。

過度消費

雖然我們認為聯邦政府是最有能力承擔高額債務的實體，但它可能是最不擅長決定是否值得額外借貸的實體。家庭和企業通常都有一個償還借款的計劃（可能出於貸款人的要求）。相比之下，聯邦政府卻從未被債券購買者或選民要求制定長期還款計劃。

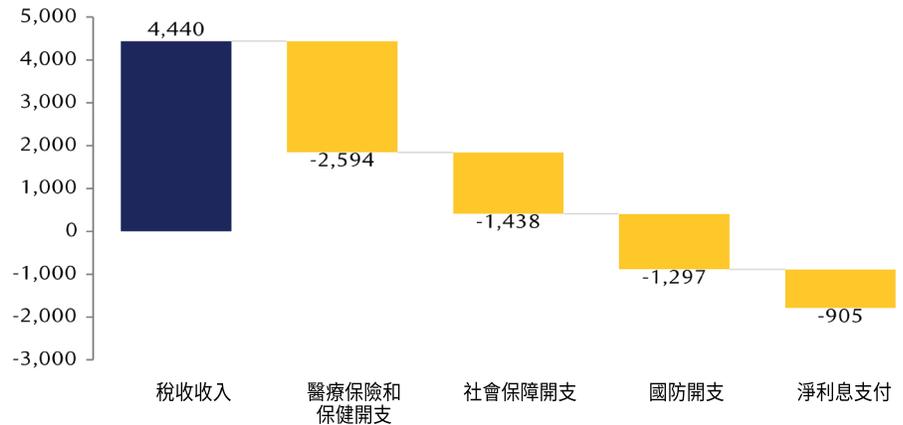
必須明確的是，債務不是黨派的產物。各政黨的政治人物都口口聲聲說要實行財政緊縮，但兩黨在執政時都會將稅收控制在遠低於支出的水平。

部分原因在於投票數學。至少從 1980 年代開始，就有一些預算項目成為選舉的「第 3 軌」——觸碰它們就等於政治死亡：這 3 大項目分別是社會保障、醫療保險／醫療補助，再其次是國防。這些「必須提供資金」的活動加在一起，已經超過聯邦政府的稅收收入。現有債務的利息支出日益成為每年所需支出的重要組成部分。

美國債務困境

當不可削減的開支遇到不可徵收的稅收時，聯邦預算就會出現問題

2023 年按預算類別劃分的美國收入和支出（\$ x 1,000,000,000）



資料來源——美國財政部、RBC 財富管理；2023 財年數據

在這種背景下，在可預見的未來，債務繼續增長幾乎是必然的。我們認為，如果沒有某種外部推動力，指望政治人物大幅提高稅收或削減熱門項目是不現實的。

從理論上說，這種動力可能來自選民。調查數據顯示，選民高度關注聯邦債務問題。然而，當被問及是否願意接受更高的個人稅收或減少福利時，選民們很快就會改口。只有當其他人付款時，才會看到支持減少債務。政治是一門追求可能性的藝術，沒有共同的犧牲來平衡預算實際上是不可能的。

信貸支持消費

另一種說法是，貸款人可通過撤出國庫券來促成財政緊縮。我們認為，這種可能性極小。

自身利益是作出決定的關鍵。美國是世界消費者，外國和國內生產商都需要美國人購買他們的產品。即使是那些不直接在美國銷售的公司，也會感受到美國經濟萎縮的影響。

美國目前的消費水平是靠信貸才得以維持的，而生產商至少要將部分收益用於繼續放貸，這符合他們的自身利益。

從外國參與者的角度來看，這種動態最容易理解。外國經常購買美元以獲得出口的貨幣優勢，這就需要將這些美元投資於低風險資產，例如國庫券。購買這些債券為美國政府提供所需的資源，使其能夠繼續超前消費。

另一種思考借貸／銷售動態的方法是回顧汽車行業的歷史。汽車貸款公司的崛起並不是因為汽車製造商被消費貸款業務所吸引；而是因為意識到，如果沒有信貸，汽車需求就會消失，生產商最終就會遭受損失。

美國債務困境

掃興的結局

因此，在可預見的未來，隨著聯邦債務增加，預算赤字將繼續存在並可能增加。

這個過程將不可避免地要結束，預算赤字對通脹影響是最有可能推動變革的催化劑。簡單地說，當美國政府的支出大於稅收時，就會增加短期需求，這很可能會導致通脹。

在過去幾十年，政府借貸對物價的影響在很大程度上被其他因素所抵消：中國低廉貨物供應增加、全球金融危機帶來通貨緊縮，以及家庭借貸減少。這些因素已在很大程度上發揮了作用，令赤字融資帶來更顯著的通貨膨脹。

這對財政理性思考來說是個好消息。過去兩年的一個重要信息是，美國社會大多數階層都無法承受通貨膨脹。雖然選民有朝一日醒來，決定勒緊褲帶幫助子孫後代是一種烏托邦式的信念，但物價上漲確實會令消費者感到憤怒。

我們認為，不管是什麼引發財政失衡，解決的過程可能是痛苦的，但也是可控的。幾乎可以肯定的是，它將來自削減政府開支和福利、增加稅收以及允許更高的通脹率來降低部分實際還款成本等措施。這些調整的結果很可能會對全球經濟增長產生負面影響，給工人、納稅人和投資者等帶來阻力。

從本質上說，無論是家庭還是企業，今天都沒有他們認為的那麼富裕。到某個時刻，目前的一些私人財富將需要用來償還國家借款。這一過程將對經濟繁榮產生不利影響，而且這種影響每年都在加劇，但這也是動態經濟中正常變化週期的一部分。畢竟，今天的政府借貸有助於通過經濟增長和投資收益創造私人財富。

樂觀的理由

丹麥有句諺語：「預測是困難的，尤其是對未來的預測。」離未來越遠，可能出現的誤差就越大。忽視這個現實以及先前預測失誤的歷史，會讓長期債務帶來災難。

以 2010 年代為例，當時的預算討論有一個普遍的主題，那就是醫療成本的上升，以及醫療保險支出將對美國財政部造成無法控制的壓力。轉眼 10 年，每個受益人的醫療保險費用 10 年來保持穩定。改善的根本原因仍有爭議，但根據《健康事務》發表的分析，自 2011 年以來，有利的財務後果已達近 4 萬億美元。

美國債務困境

我們認為，人工智能和科技顯然有利聯邦預算。其影響是雙重的，繁榮程度提高會增加庫房收入，而高效的科技化運營則會降低成本。正如互聯網改變了政府提供服務的方式一樣，如果排除人工智能而導致的預算增加，那就太愚蠢了。

現實是，並非所有不確定的結果都是不利的。

極端結果可能性極小

高債務阻礙未來增長的說法在經濟教科書中很常見，但在大眾媒體中卻很少見。媒體提出的理論是：美國財政部破產無法償還債務，或中國利用其持有的債券對美國施加影響或控制。

我們認為這些風險被誇大了，而且忽略了 3 個關鍵現實。

首先，聯邦政府不是一般的借款人，它的債務是根據本國法律以本國貨幣發行的，這為其提供了債務管理工具，例如對利息支付徵稅或迫使美聯儲通過印鈔購買債券。這些手段並非沒有成本，它們會帶來通脹或未來債券銷售困難。

其次，美國違約將是一場全球性的經濟災難。2006 年，有 6,000 億美元的次級房屋貸款尚未償還，它們使全球經濟陷入衰退，多年後才得以復原；而國庫券的未償還額幾乎是這個數字的 50 倍。美國違約幾乎不可避免地會使美國和世界陷入嚴重衰退，並削弱全球銀行資本。我們認為，沒有贏家，只有不同程度的輸家。

第三，違約目前對債權人來說並不是可行的選項。美國的償債能力並非一成不變的自然法則；我們承認違約是有可能的。但是，要使違約成為現實，就必須有足夠的非美國需求，以讓美國出現深度和嚴重的經濟衰退，而不至於演變成全球經濟衰退。此外，還必須有一種資產能夠取代國庫券成為銀行間的主要抵押品。我們認為，在這種情況出現之前，債權人出於自身利益是不願見到違約的。

基於上述原因，我們也不同意一種觀點，即中國或其他國家利用其持有的債券謀求地緣政治利益。這將給任何國家帶來災難性的經濟後果，而且在實踐中也不太可能奏效，因為美國可以合法地利用其主權權力來緩解任何打擊。

更根本的是，這種說法顛倒了借貸關係中的權力所在。美國從中國獲得商品和服務，並用超過萬億美元的借據支付這些商品和服務。在這種情況下，面臨地緣政治風險的是中國，而不是美國。

美國債務困境

辯論、討論和債務

關於聯邦債務的辯論，往往都是一些即將崩潰的誇張說法，或認為無論金額多少，債務都不是問題的樂觀觀點。

這是一種錯誤的二分法。我們認為，目前的債務水平不會導致違約，但很可能會以降低增長、減少政府福利、增加稅收和提高通脹率的形式帶來最終的經濟成本。如果像預測的那樣，赤字繼續存在，債務負擔不斷加重，那麼最終解決債務問題所需的時間將更長，對經濟的影響也將更大。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

樹木不會長到天般高

重點

- 人工智能推高數大科技股的估值，但其他公司的估值則合理得多。
- 不過，估值合理的公司可能並不像表面上看起來那麼便宜，因為對人工智能的大量投資已成為企業保持競爭力的高昂代價，而且回報也不確定。
- 我們認為，標普 500 指數市盈率的飆升本身並不能確定市場上升的極限。但是，如果再加上樂觀／自滿的投資者情緒指數，以及幾乎是疫情前 10 年平均水平兩倍的利率，就需要採取謹慎、警惕的態度。

2009 年年中，美國經濟擺脫了全球金融危機，開始該國歷史上持續時間最長的經濟擴張，同時也伴隨著有史以來持續時間最長的股市牛市。但如果您閱讀或觀看財經新聞媒體，您可能永遠不會知道這一點。評論界、投資者和博客作者大多以懷疑和恐懼的態度來看待經濟、盈利和股市長達 11 年之久的增長。

對金融危機後 10 年的 15 倍至 18 倍市盈率感到擔憂和關注

他們擔心，全球金融危機和歐洲主權債務危機暴露出的系統性弱點沒有得到充分解決。許多人估計這些問題會再次出現，並可能給金融市場帶來災難性後果。在他們看來，股市估值並沒有反映出這些高風險。

在該段長時間內，標普 500 指數的市盈率大多在 15 倍到 18 倍之間。這些觀察家一致認為市場「昂貴」、「估值很高」、「定價完美」或「危險地超前」。

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

疫情後的今天，標普 500 指數 2024 年共識預期本益比為 24 倍。20 倍的市盈率一直被投資者視為一個界限，過了這個界限，市場便是「被高估了」或「即將回落」。這是有道理的：市場交易很少超過這個水平。但現在已經超過了。

今天的 24 倍，平靜而自信

然而，儘管今天的市盈率要高得多，但投資者和評論界對估值的擔憂程度已變得很低。與前 10 年的大部分時間相比，現在

全球股市

市場的反應肯定要低得多，當時標普500指數大部分時間的本益比比現在低6到8倍。

如果將利率因素考慮在內，2012-2019年的市盈率與如今2024年的市盈率之間的對比就更加鮮明。在疫情前10年的大部分時間裡，10年期國庫券收益率平均約為2.3%。如今則接近4.3%。債券收益率上升通常會導致市場市盈率下降，但我們的市盈率卻大幅上升。

讓投資者對如今的高估值沾沾自喜的原因似乎是，市盈率之所以高，只是因為一小部分超大市值科技股和科技相關股票的影響過於巨大，這些股票被認為是人工智能快速發展的明顯受益者。如

果剔除「七大」科技股（蘋果、亞馬遜、Alphabet／谷歌、META、微軟、英偉達和特斯拉），剩下的493隻股票（稱為「標普493指數」）的市盈率为18.4倍，似乎較為溫和。（外國市場——加拿大標普／多倫多指數、MSCI英國指數和MSCI歐洲指數——甚至更便宜，接近16倍）但在疫情前、利率更低的世界，18倍的市盈率已被認為是充分估值。

人工智能行嗎？

更重要的是，如果人工智能真的像許多人預期的那樣對商業和經濟產生巨大影響，那麼少數科技公司和其他一些類似公司很可能會在未來一段時間內繼續獲得超額收益。但事實上，每家企業都必須在人工智能上投入巨資，才能在本行業內保持競爭力，這可能意味著儘管投入巨資，盈利能力卻幾乎沒有改善。而且，有些企業將無法在這場昂貴的競賽中保持競爭力，從而徹底走向衰落。

因此，18倍的市盈率對於一些企業來說可能並不是一個好的估值，因為隨著人工智能的出現，競爭風險急劇上升，利率也幾乎翻了一番。

沒有那麼快

解決這問題的方法是讓盈利增長足夠快，以抵消利率上升帶來的阻力。然而，利潤的快速增長通常需要更快的GDP增長。有些人認為這正是人工智能所能實現的。然而，並非所有人都同意這一觀點。國會預算辦公室是一個無黨派機構，定期為美國國會編製美國經濟長期預測。今年3月公佈的最新預測認為，未來10年實際GDP增長率將穩定在2.0%左右，之後將放緩至1.6%。

不妨假定，國會預算辦公室的經濟學家們和其他人一樣意識到人工智能的出現，或許他們更了解人工智能在加快GDP增長方面的潛力。在我們看來，他們的預期似乎並不樂觀。

因此，面對人工智能可能無法援助的情況下，我們只能看到標普500指數徘徊在市盈率在24倍這一令人不舒服的高位和標普493指數的18倍這一充分估值之間。這對股市前景有何啟示？

更高但...

從短期來看，也就是未來6到12個月，答案是「高出不多」。我們認為某一天的市盈率與標普500指數下一年的回報率之間沒有任何有用的相關性。極高的市盈率可能會變得更高。事實上，我們認為這是未來最有可能出現的走勢。但是，在投資者似乎對未來市場上漲前景充滿信心，甚至沾沾自喜的環境下，我們認為最有啟示意義的市場統計數據是「廣度」——大多數股票的走勢是否與大市指數一致？

全球股市

自人工智能股主導市場以來，在整個上升過程中，標普 500 指數的廣度一直是正面的。雖然「七大」科技股佔了指數升幅的絕大部分，但大多數股票也在走高。如果情況依然如此，我們相信這波上漲行情還將繼續。

.....樹木不會長到天般高

從長遠看，異常高的市盈率通常會導致未來 10 年的股票回報率低於平均水平。儘管過高的市盈率可能來自一個過度興旺的行業或少數幾個重量級熱門股，但結果都一樣。

投資者過去也曾面對大幅超重的熱門股，如 1970 年代初的「漂亮 50 股」、1970 年代末的能源和大宗商品股、導致「科技災難」的科技股，以及導致全球金融危機的金融股。在大勢最終逆轉時，不僅是估值過高的龍頭股，其他大多數股票也遭受了損失。

我們不認為市場已經結束上漲。但是，考慮風險偏好並制定計劃，在條件允許的情況下提高防禦性，是未來幾個月需要考慮的事情。我們認為，股票不再十分便宜且投資者情緒日益自滿。綜合來看，投資者應該採取謹慎、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

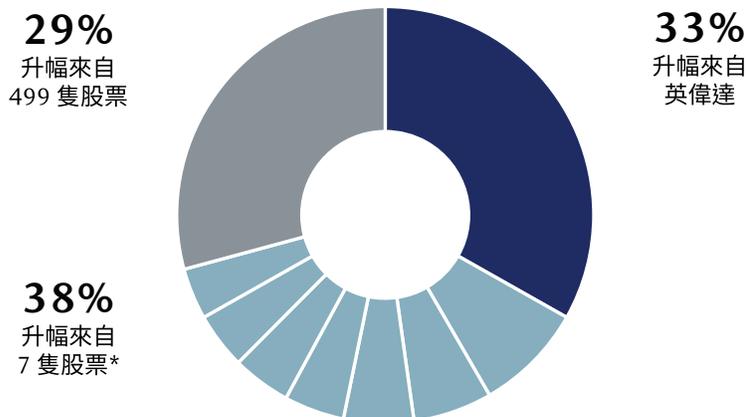
- 美國股市在波動異常低的情況下出現大幅反彈後，我們認為下半年的波動可能會增加。
- 今年截至 6 月 18 日，標普 500 指數（含股息）已累計上漲 15.8%。雖然價格漲幅幾乎是過去 40 年平均年回報率的 1.5 倍，但上升的股票只佔少數。僅 8 隻股票便佔了該指數回報率的 71%，其中 7 隻股票與人工智能有關，芯片製造商英偉達領頭。期間，該指數中的其他 499 隻股票僅佔總回報的 29%。我們認為，現在不是追逐最大贏家的時候。
- 標普 500 指數的 21.3 倍較高遠期市盈率並不構成太大障礙，只要普遍盈利預測能夠維持。如果剔除人工智能的「七大」科技股，其估值則較低，為 18.4 倍，雖然比平均水平略高，但並非不合理。然而，標普 500 指數與剔除「七大」

科技股的標普 500 指數之間的估值差距異常之大。

- 波動性幾乎完全消失。根據 RBC 全球資產管理的研究，標普 500 指數已經有超過 335 個交易日沒有出現 2% 或以上的單日跌幅。這是 2018 年以來最長的一段時期，比 1999 年以來 23 天的平均值要長得多。我們認為，未來幾週或幾個月的波動性可能會增加。首先，這些數據表明波動性時期早該出現。其次，美國總統競選季可能會引發市場波動，因為機構投資者開始關注今年夏天的辯論和政黨大會。通常情況下，大選年的波動性會在某一時刻加劇。
- 標普 500 指數的漲勢似乎應該出現正常的停頓或回落。我們建議對美國股票以市場比重投資——這是一種建設性的配置，因為還沒有看到牛市可能結束的明顯信號。

一小類股票推動標普 500 指數上升

為標普 500 指數年初至今漲幅 15.8% 作出貢獻



* 這 7 隻股票對標普 500 指數總回報的貢獻從大到小依次為微軟、Alphabet、Meta Platforms、亞馬遜、博通、蘋果和禮來。

資料來源——RBC 財富管理、FactSet；截至 2024 年 6 月 18 日的年初至今總回報數據（包括股息）。期內，標普 500 指數中有 507 隻股票（Alphabet 計算 1 次）

地區股市觀點

加拿大

■ 經濟增長低於預期、就業市場降溫以及持續的通脹放緩為加拿大央行繼續減息提供了令人信服的理由。RBC 經濟研究部預計，在 2024 年下半年，加拿大央行將總共減息 4 次，每次 25 個基點。減息措施應能緩解國內消費者的壓力。不過，隨著債務到期和以仍高利率再融資（尤其是房屋貸款），利率環境將繼續對借款人產生滯後影響。

■ 對股票投資組合中的國內消費業保持警惕仍有必要。加拿大銀行第 2 季財報顯示，消費環境相對溫和，但某些領域仍存在壓力，信用卡和汽車貸款拖欠率上升。在可預見的未來，這種不利因素仍將持續。不過，市場對這一動態早有預期，銀行業估值倍數低於平均水平也在一定程度上反映了這一點。

■ 雖然某些大宗商品價格與近期基本面並不協調，但物料板塊一直是國內股市的亮點。我們繼續建議投資能源領域，因為隨著生產商達到目標槓桿水平，股東的現金回報仍然具有吸引力。由於「軟著陸」的可能性增大，經濟衰退的呼聲已經減弱。如果明年出現經濟衰退，加拿大能源生產商在應對大宗商品價格低迷時期處於有利地位，這在很大程度上要歸功於其較低的債務負擔和資本紀律。

■ 市場中最弱的領域是電訊服務。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

■ 工黨在民調中繼續保持相當大的領先優勢，在我們看來，工黨很有可能領導新一屆政府。工黨政府將努力通過簡化新建住宅和商業建築的審批手續來刺激經濟增長，並重新調整與歐盟的關係，因為歐盟仍是英國最大的貿易伙伴。工黨也承諾擴大英國商業銀行的責任範圍（該等銀行投資於中小企），並尋求將鐵路業國有化。

■ 工黨的預算提案希望增加對綠色產業以及醫療保健、學校和育兒的投資。保守黨政府一直在積極外包服務，而工黨將收回對幾項活動的控制權，以減低支付給顧問的費用。

■ 為了為其政策提供資金，工黨承諾堵塞稅收漏洞並增加一些特定稅收，如能源利潤稅。工黨承諾在議會任期內將公司稅率保持在 25%，並將所得稅最高稅率和資本利得稅維持不變。

■ 新政府可能會發現，其政策將受到國家財政薄弱的限制，財政赤字超過 GDP 的 4%，政府債務略高於 100%。

地區股市觀點

■ 英國股票市場的獨特構成，包括其大宗商品和防禦性行業的高比重，意味著英國股票指數的升跌，離不開「價值」股優於「增長」股，或「防禦」股優於「週期」股這種關係上。

■ 在英國股票市場中，優質大型企業股仍極具吸引力，這些股票既能受益於結構性（長期）增長助力，估值水準較合理，其價格往往低於在海外上市的全球同類股票。以國內為重點的英國股票也值得細心挑選，這些股票的經濟背景似乎正在改善，令人鼓舞。英國股票的低估值意味著國際競爭對手和私募基金對英國公司的收購興趣可能會繼續高漲。

歐洲大陸

■ 短期內，人們的注意力可能會集中在歐盟政治以及 6 月歐洲議會選舉和 7 月法國國民議會選舉的影響上。

■ 儘管極右翼政黨取得領先位置，但我們預計歐洲政策不會發生逆轉，因為中間派保留超過 55% 的選票。不過，綠黨的糟糕表現可能會推遲集團氣候議程的實施。

■ 在撰寫本文時，尚不清楚法國總統馬克龍解散國會、進行國民議會選舉的策略是否會奏效。馬克龍希望他的政黨能夠通過這樣做挽回敗給極右翼政黨國民聯盟的劣勢。

■ 市場擔心，在法國財政赤字超過 5% 的情況下，國民聯盟的擴張性財政政策可能會破壞該地區的穩定，就像 2012 年的希臘一樣。由於法國是歐元區第 2 大經濟體，這將會產生問題。最終，如果國民聯盟成為政府的一部分，它很可能會與布魯塞爾的財政政策保持一致。我們認為，在 2027 年法國總統大選之前搞亂現狀不符合國民聯盟的最佳利益。

■ 此外，歐元區正在復甦。通脹正在放緩，歐洲央行正在減息，這應該會支撐經濟復甦。

■ MSCI 歐洲（英國除外）指數在 2024 年 6 月達到 12 個月以來的最高位。法國國民議會選舉的不確定性帶來了一段波動期。我們維持市場比重和均衡投資策略，尋求投資優質歐洲股票的機會，尤其是科技、工業和醫療保健板塊的股票，同時尋找可受益於宏觀背景改善和當前相對便宜的估值的選擇性機會。如果政治局勢惡化令短期走勢顯得過度，我們或會增加持倉比重。

亞太地區

■ 中國 5 月的經濟數據仍不平衡。出口和製造業投資依然強勁，而國內消費則相對疲軟。政府決心支持房地產市場令人鼓舞，因為長期低迷可能會給銀行系統帶來風險。然而，目前的政策措施可能還不夠，我們預計後續政策將加大支持力度。房地產市場的穩定和復甦可能還需要時間。

■ 我們預計會出現「K」型復甦，一線城市的房價會率先企穩反彈，而其他城市的房價則會繼續走低。長遠來看，供求關係將是決定房價的關鍵因素。由於新房動工量大幅下降、庫存清貨以及被壓抑需求的釋放，未來幾年一二線城市可能會出現供不應求的問題。

■ 對於中國股市，我們認為房地產市場前景和政策效果將在短期內推動市場。隨著 11 月美國大選臨近，我們預計針對中國商品的貿易政策將更加重要。我們維持「市場比重」部署，因為許多投資者更願意逢高賣出。我們將專注於精選個股，捕捉交易機會。

■ 本季迄今為止，由於日圓兌美元匯率從 150 下跌至 159 以上，日本股市以美元計算出現下跌。我們預計，在美聯儲可能減息和日本央行可能加息的推動下，日圓壓力將在 2024 年下半年達到頂峰。RBC 資本市場預計美聯儲將在 12 月減息 1 次。

■ 我們繼續看好日本股票，並建議增持，原因有以下幾點。(1) 2% 的可持續通脹目標似乎指日可待，這將使企業能夠提高價格；(2) 來自友岸和在岸外包的新投資可

能會支撐經濟活動；(3) 公司治理改革，股本回報率和股東回報率正在改善；(4) 儲蓄率高和工資上漲，國內需求應該會恢復；(5) 日圓疲軟，入境旅遊業強勁；(6) 由於日本個人儲蓄賬戶計劃的改革，國內散戶流入股市的資金應該會改善。

■ 與其他發達市場相比，MSCI 日本指數的估值仍然偏低。不過，風險仍然存在，包括出口放緩和日圓波動。

全球 固定收益



Thomas Garretson
(特許財務分析師)

美國明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

唯一確定的是不確定性

重點

- 隨著主要發達國家央行在 6 月首次減息，全球央行寬鬆週期已經開始。但本輪寬鬆週期不太可能與過去幾十年的寬鬆週期類似。
- 央行官員在降低通脹和延長當前經濟擴張的推拉過程中，零星和間歇性的減息措施，將取代穩定和大幅的加息行動。
- 央行適度的寬鬆政策應能支持企業債券等風險較高的資產。對投資者來說，在權衡政府債券的安全性和信用敏感行業的額外收益率時，現在有更多理由選擇收益率處於歷史高位的債券。

在全球大多數央行為抑制通脹進行了多年的加息之後，加拿大央行於 2024 年 6 月在七國集團央行中率先減息，歐洲央行緊隨其後。兩央行先後減息，其他央行今年稍後也許會跟進。

英國央行可能是下一間減息的央行，預計將在 8 月首次減息，並可能在年底前再減息 1 次。

但現在已是 2024 年年中，美聯儲仍未聞有任何舉動。今年年初，市場充滿希望，價格反映美聯儲今年會有 7 次減息。之後，市場又一度反映不減息的可能性。現在，市場預期大約是 1 到 2 次減息。

崎嶇不平的路徑

在疫情過後的世界，沒有常態似乎是常態。從歷史上看，各國央行要麼加息，要麼減息，中間並無太多選擇。

但這次的寬鬆週期可能會有所不同。

固定收益觀點

地區	政府債券	公司債券	存續期
美國	+	-	3-7
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

加拿大央行似乎最有可能走傳統的寬鬆道路，即持續穩定地減息。目前的市場定價顯示，明年的減息幅度約為 150 個基點，是主要央行中最大的幅度。雖然加拿大在通脹回歸目標方面取得最大進展，但這是以乏力的經濟增長為代價，可能為持續的寬鬆週期定下基調。RBC 資本市場目前預計，2025 年底的政策利率僅為 3.0%，比 5.0% 的峰值政策利率低整整 200 個基點。

全球固定收益

然而，對於其他國家來說，每次利率決策都可能是一場激烈的爭論，而且要視具體情況而定，完全取決於當時的數據。

歐洲央行就是投資者近期看到的一個典型例子。雖然央行官員決定在 2024 年 6 月減息，但減息的力度相當鷹派，因為官員也拒絕承諾進一步調整利率的任何預設路徑，而是取決於日後通脹的上落。減息的同時還上調了通脹預期，這在一定程度上削弱了今年進一步減息的希望。雖然我們仍然預計 2024 年還會有 2 次減息，而目前的市場定價也是如此，但這並不是確定無疑的。

加息週期基本上是單向走高，但回落過程可能會比以往大多數寬鬆週期有更多起伏。

高點更高，低點也更高

總體而言，各國央行不得不將利率提高到幾十年來從未見過的水平，以控制通脹。儘管減息的時機和頻率仍不確定，但一旦減息，利率只會降至仍然較高的水平，這一預期似乎更加確定。

如圖所示，預計到明年這個時候，美國和英國的利率仍將在 4.0% 以上。就美聯儲而言，其對經濟「中性」利率的估計一直在走高。所謂「中性」利率是指既不促進也不限制經濟活動和通脹的利率水平。

自 2019 年以來，美聯儲官員的預測中值一直鎖定在 2.5% 左右。在 3 月的會議上，該利率小幅升至 2.6%，而在 6 月會議後，目前為 2.8%。

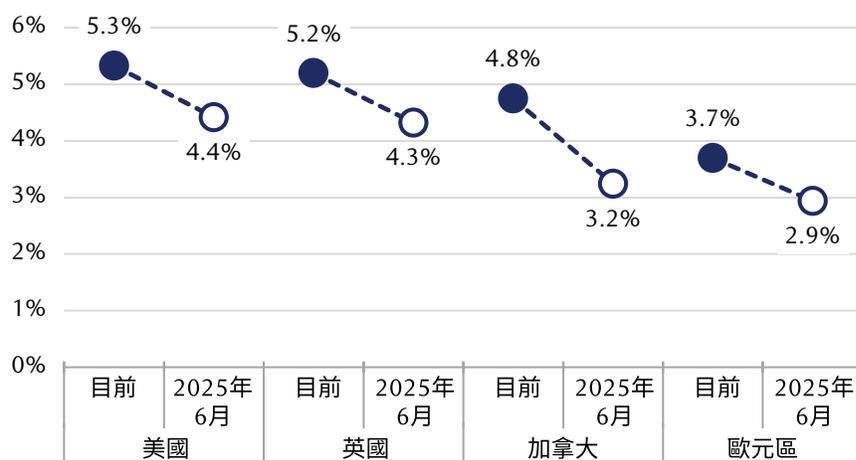
我們預計它將繼續走高，最終達到 3.0% 左右。

因此，基本情況仍然是，大多數央行將保持漸進、不均衡的減息週期，但如果經濟活動放緩，減息將加速。

主權債券的安全性，還是公司債券的額外收益？

無論減息的時機或幅度如何，我們都清楚地看到，現在已經到了收益率可能走低的階段。所有固定收益投資者已注意到這點。

市場定價反映減息週期內每次減息幅度不大



資料來源——RBC 財富管理，彭博；市場隱含的長期政策利率（基於 1 年遠期合約數據）

全球固定收益

儘管短期債券的收益率仍然高於長期債券的收益率，但投資者越來越關注長期債券期限，以便在收益率開始下降之前盡可能長時間地鎖定收益率。

今年年初，市場定價反映的央行減息次數過多，我們認為，把現金存放在高收益率債券是一種合理的投資策略。第 2 季伊始，在全球收益率上升的背景下，我們轉而建議逐步撤出現金，轉而投資期限較長的債券。

我們現在的看法依然如此，但需要加快一些。我們認為加息週期不會重啟，因此投資者面臨的主要風險是，收益率會像目前市場定價的那樣緩慢下降，還是會因為一些不可預見的事件或經濟放緩而加速下降。

在收益率下降的環境中，投資者的另一個選擇是在主權債券或具有某種信用風險的債券（如公司債券）中尋求安全。

儘管近幾個月來全球經濟風險似乎已經消退，但信貸市場的交易就像沒有任何經濟風險一樣。信貸息差——即高於政府債券的超額收益率（以補償投資者的隱含信用風險）——仍處於歷史低位。也許投資者甚至開始認為，企業資產負債表比政府資產負債表要好。

儘管如此，隨著寬鬆週期開始和經濟風險減弱（儘管還沒有完全消失），投資者可能希望在收益率處於歷史高位的情況下增加債券比重（即使對信貸風險的補償仍然有點低）。

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

Luis Castillo

加拿大多倫多
luis.castillo@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

美國

■ 通脹在第 1 季缺乏進展令人失望，但第 2 季略有改善。在控制通脹方面重現樂觀情緒，市場再次對美聯儲今年多次減息抱有期望，儘管信心仍然較低。在 6 月的會議上，聯邦公開市場委員會 19 名成員的預測中值顯示，今年可能只會減息 1 次。9 名成員預計會減息 2 次，8 名成員預計會減息 1 次，其餘成員預計不會減息。我們認為，如果通脹在夏季繼續放緩，那麼 9 月之前出現首次減息仍然是有可能的。

■ 美國信貸市場估值仍然較高，但無可否認的是，總收益率仍具有前所未有的吸引力。對於有合適風險承受能力的投資者來說，我們認為值得採用槓鈴配置法，即投資於收益率仍在 5% 以上的短期國庫券，以及指數收益率仍在 8% 左右的高收益公司債券。高收益公司債券的公司大多已就其債務進行再融資，大多數債務要到 2029 年才到期，這應該會降低短期信貸風險。

■ 儘管公司債券估值在 2024 年的大部分時間裡一直處於歷史高位，但市政債券市場的估值甚至更高。然而，該情況在 5 月和 6 月期間開始發生變化，因為各市政當局在今年稍後的選舉前大量發行新債券。因此，10 年期 AAA 級普通市政債券相對於美國國庫券的平均收益率，已從 3 月的低點 57% 上漲至截至 6 月 21 日的 66%，接近 2023 年 11 月以來的最高比率，但仍低於歷史平均值。

加拿大

■ 過去幾個月，加拿大經濟出現疲軟跡象，增長速度低於過去 3 年，此外，失業率穩步上升。隨著宏觀經濟疲軟和通脹走低，加拿大央行最終被迫實施 2024 年首次減息，同時暗示未來會進一步減息。我們認為，加拿大央行減息有利於投資組合中期限較長的債券，即那些價格對利率變動敏感度較高且受利率下降影響最大的債券。

最新利率展望



資料來源——RBC 財富管理、彭博、美聯儲、RBC 資本市場 2024 年 6 月的預測

地區固定收益觀點

■ 儘管在預期加拿大央行會進一步減息的情況下戰略性地轉向長期債券的是合理的，但鑑於減息時間和幅度仍存在不確定性，另一種策略似乎較為合適。債券投資者應關注仍徘徊在 20 年歷史區間上端的收益率，遠離極度依賴利率預測的投資理論。不久前，當債券收益率低於 2% 時，這種「收益率」方法實施起來要困難得多。

■ 儘管加拿大公司債券市場的收益率仍有吸引力，但違約風險的額外收益補償（即信貸息差）仍處於歷史低位。信貸息差收窄也降低了加拿大政府債券在未來提供更高回報的門檻。當風險的收益補償如此之低時，理解債券市場容易受到不完美前景的影響是關鍵所在。我們的債券偏好已從風險較高的類別（例如資產負債表較弱的公司所發行的高收益債券），轉向風險較低的類別，例如加拿大政府債券或美國國庫券。

英國

■ 英國可能會即將開始減息。我們的基本預測為英國央行在 8 月開始減息 25 個基點，然後到 2024 年底再減息 25 個基點，達至 4.75%——與市場預期的 4.72% 一致。這取決於英國央行的 3 個重點領域：服務業通脹、私營機構薪資增長和就業市場緊張狀況，是否與其預測一致。如果數據出人意料地上升，英國央行可能會猶豫是否要實施我們今年預期的 2 次減息。儘管經濟增長比預期更具韌性，但家庭對房屋貸款成本上升的敏感度對未來增

長構成風險，並可能促使央行採取更多寬鬆措施。英國央行第 1 季房屋貸款活動報告顯示，拖欠的房貸款項按季增長 4.2%，達到 213 億英鎊（按年增長 44.5%），為 2014 年第 3 季以來的最大增幅。

■ 英國國債目前的交易價格約為過去 6 個月的平均水平。因此，我們不打算增持長期債券，但仍維持對英國國債的適度增持。儘管 2024-25 稅務年度的借款和英國央行債券銷售創紀錄，但投資者的需求仍然強勁。工黨目前在 7 月 4 日大選的民調中領先，該黨宣言強調維持經濟和財政穩定。我們認為，如果工黨獲勝，政府不負責任的支出風險可能很低。

■ 2024 年上半年，企業息差大幅收窄，但最近 6 月的息差擴大使估值顯得不那麼有吸引力。由於供應量不大和機構投資者的資金強勁流入，另外，強勁的增長和盈利狀況令企業基本面在第 1 季得以改善，下半年的息差可能會在控制之內。然而，由於增長、政治和通脹風險依然存在，我們仍保持高度選擇性。我們偏好短期的優先銀行債券以及必需消費品和科技行業的債券。

歐洲大陸

■ 歐洲央行在 6 月首次減息，但我們認為，未來的息率將取決於相關因素的幅度和頻率，例如工資的增長、歐洲央行官員對通脹的預測等。理事會非常重視官員的季度預測；因此，9 月和 12 月的官員預測將是觀察理事會反應的關鍵。

地區固定收益觀點

■ 根據目前的市場定價，我們的基本預測是，歐洲央行會再減息 2 次，年底前減至 3.25%。話雖如此，如果官員 9 月的通脹預測繼續顯示 2025 年通脹加速，而且歐洲央行薪資追蹤指標顯示薪資增長不再減慢，則可能會減少減息次數。另一方面，如果物價和經濟放緩速度較官員預期快，則可能增加減息次數以刺激經濟。

■ 我們預計，央行透過量化緊縮繼續削減資產負債表不會造成任何干擾。因此，我們繼續適度看好主權債券和跨國債券。儘管法國息差（即法國主權債券與德國國債的收益率之間的差距）處於歷史高位並且似乎具有吸引力，但鑑於法國面臨的政治和財政不確定性加劇，我們不願作增持部署。對於評級較低的國家，我們選擇希臘而不是義大利，對於德國、比利時、荷蘭、歐盟和地區機構的債券，我們採取平衡配置。

■ 經濟復甦和歐洲央行減息有助支撐企業基本面，即使歐洲央行持有 30% 的企業債券（非金融公司債券），歐洲央行量化緊縮政策的干擾也很小。此外，投資者已輕易消化了年初至今創紀錄的供應量，導致息差大幅收窄。我們認為，近期 6 月信貸息差擴大降低了估值，是一個較好的入市點，儘管並不便宜。我們對發行商有選擇性，較喜歡必需消費品、通訊服務和資訊科技行業的短期信貸，並配置優先銀行債券。

亞太地區

■ 年初至今，亞洲債券表現強勁，亞洲（日本除外）投資級和高收益公司債券的總回報率分別達到 +2.05% 和 +8.3%。這主要由於各種債券的息差大幅收窄所致。

■ 投資者正在密切關注 5 月 17 日宣佈有關應對中國長期房地產危機的最新措施，其中包括降低購房者的首付比例和調整房屋貸款利率。值得注意的是，中央政府會直接向地方政府購買已完工但尚未售出的公寓，並把這些公寓轉為可負擔住房。這些措施是朝著正確方向邁出的一步。然而，儘管其範圍很廣，但規模較小，特別是考慮到所涉及的執行風險，這些措施是否足夠仍然存在疑問。儘管如此，我們認為這些只是初步措施，7 月三中全會之後或會有進一步刺激政策。

■ 在營收增長疲軟和利潤率受壓的情況下，香港非金融公司已開始看到一線希望。融資成本已經下降，1 個月的香港銀行同業拆息利率自 2023 年 11 月 11 日達到 10 年高點後下降了超過 100 個基點。香港的知名企業，特別是那些在中國大陸有業務的企業，也將其債務組合轉向人民幣，從而降低了融資成本。香港房地產是需求回升的行業之一。經營住宅房地產業務的公司受惠於今年 2 月政府取消所有購房限制措施。一手住宅銷售增加，我們認為該行業的公司應能獲得良好的信貸息差支持。

■ 新加坡企業，特別是與政府有關聯的企業，繼續受惠於新加坡私人銀行和機構對本幣債券的強勁需求。由於規模不大，大多數新發行的債券很容易被投資者吸收，這也是整個市場技術面強勁的原因之一。

■ 2024 年下半年，我們繼續偏好亞洲的優質發行商和投資級債券。儘管到 2024 年底信貸息差可能會擴大，但我們認為亞洲債券目前得到技術面的良好支撐。因此，我們也更喜歡存續期較短期（即對利率的敏感度較低）的亞洲債券，同時繼續享受具吸引力的息票收入。

大宗商品

Matt Altro
(特許財務分析師)

加拿大多倫多
matt.altro@rbc.com

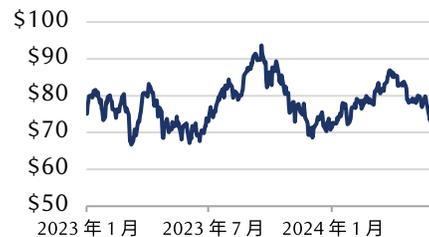
大宗商品預測

大宗商品	2024年 (估計)	2025年 (估計)
石油 (美國原油每桶\$)	\$79.45	\$77.79
天然氣 (每100萬BTU\$)	\$2.31	\$3.13
黃金 (每盎司\$)	\$2,061	\$2,140
銅 (每磅\$)	\$4.39	\$4.50
大豆 (每蒲式耳\$)	\$12.40	\$12.38
小麥 (每蒲式耳\$)	\$6.05	\$6.25

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 6 月 25 日的數據

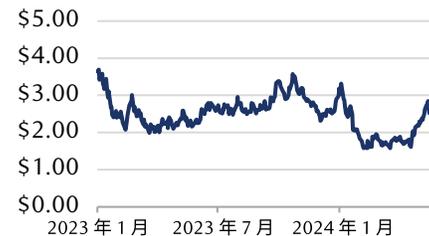
原油

石油輸出國組織決定將減產期限延長至 2025 年底。作出決定時，正值市場對全球經濟充滿著不同看法的時候。不過，減產可能會根據市場情況作出調整。RBC 資本市場預計美國原油價格到年底將達到 84 美元/桶。



天然氣

過去幾個月，由於天氣漸熱，電力需求增加，天然氣價格走強。雖然市場供應仍然充裕，庫存仍然很高，但 RBC 資本市場預期使用率會繼續增加，目前價格有支持力。



黃金

在經濟疲軟和央行大舉購買黃金的推動下，去年金價已升至歷史新高。我們認為，由於一些央行報告 5 月沒有購買黃金，金價可能會在短期內暫停上升，但未來 1 年利率走勢向下，金價可能會重新上升。



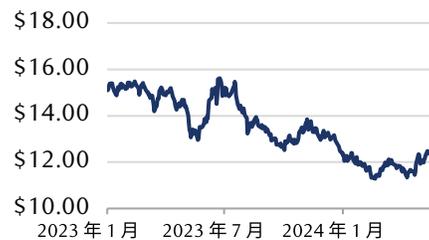
銅

儘管銅價近期疲軟，但年初至今仍錄得兩位數升幅。中國需求增加以及美聯儲實行減息的機率增加，使銅價持續走高。RBC 資本市場預計，下半年銅價將維持高企，但供應改善可能會降低價格。



大豆

美國農業部預計，由於大豆產量增加，2024/2025 年全球油籽產量將增加，並預計創下歷史新高。此外，美國農業部認為，大豆種植的經濟效益大，有利於進一步種植，這主要得益於亞洲消費增加所推動的全球貿易增長。也就是說，供應增加可能會令價格下降。



小麥

美國農業部預測 2024-2025 年全球小麥產量將創下歷史新高。此外，由於人口增長、政府項目和相對可負擔性，美國農業部預計食品、種子和工業消耗量將會增加。我們認為，這反過來又會支撐年底小麥價格上漲。



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 7 月預測	變化
主要貨幣			
美元指數	105.20	105.62	0%
加元/美元	0.73	0.71	-2%
美元/加元	1.38	1.41	2%
歐元/美元	1.08	1.09	1%
英鎊/美元	1.27	1.21	-5%
美元/瑞士法郎	0.90	0.99	10%
美元/日圓	157.00	158.0	1%
澳元/美元	0.66	0.68	3%
歐元/日圓	169.00	172.0	2%
歐元/英鎊	0.85	0.90	6%
歐元/瑞士法郎	0.97	1.08	12%
新興貨幣			
美元/人民幣	7.25	7.28	0%
美元/新加坡元	1.35	1.34	-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；2024 年 6 月 13 日的數據

美元：受美國國庫券收益率上升支撐

美元指數在 4 月下旬創下年內新高，主要受強勁的美國經濟數據以及投資者將美聯儲首次減息時間推遲至 2024 年後期的推動。我們預計美元指數將在第 3 季繼續受到美國國庫券收益率上升的支撐，而 RBC 經濟研究部預期美聯儲只會在今年稍後減息。然而，經濟數據可能會推高美元走勢。

歐元：歐洲央行一如預期於 6 月減息

歐洲央行於 6 月減息（被市場視為「鷹派減息」）後，歐元/美元匯率幾乎沒有變動。歐元區近期的經濟數據強於市場普遍預期。儘管 RBC 經濟研究部維持 2024 年再減息 2 次的預測，但認為風險傾向於減少減息次數。我們預計歐元/美元在 2024 年下半年內將保持在相對狹窄的 1.05-1.09 區間內。

加元：美元/加元第 4 季預計為 1.40

加拿大央行在 6 月減息，同時表示「有持續的證據顯示通脹正在放緩」。隨著加拿大經濟數據放緩，我們預計加元在 2024 年全年都會走軟。RBC 經濟研究部預計加拿大央行今年將再減息 3 次，但市場預期只有 2 次。

英鎊：因英國財政困境而走弱

到目前為止，英鎊在 2024 年的表現優於大多數十國集團貨幣，原因是英國頑固的通脹推遲了英國央行的減息時間。英國宣佈 7 月大選並未對英鎊造成太大影響。然而，由於下屆政府將面臨財政背景限制，以及英國央行無法迅速減息以推動復甦，英國經濟仍然脆弱。

日圓：美元/日圓年底前再測試 160

4 月底，美元/日圓飆升至 160 以上的 34 年高位，促使日本當局 2 次干預外匯市場以支撐日圓。美元/日圓匯率繼續受到美國和日本之間的巨大息差推動，我們預計該情況將會持續，直至美聯儲減息或日本央行開始大幅加息（這種可能性較小）為止。

美元指數在 2024 年緊貼 10 年期國庫券收益率

由於我們預計美聯儲只會在今年 12 月減息，預期美元仍然會保持強勢至 2024 年底。



資料來源——彭博、RBC 財富管理；截至 2024 年 6 月 13 日的數據

美國興衰 記分卡

陰霾密佈

就在兩年前，美國興衰記分卡還在顯示美國經濟處於綠色擴張區。從 2022 年夏季開始，該明確一致的評級開始轉壞。首先，在 2022 年 7 月，國庫券收益率曲線出現倒掛（1 年期國庫券收益率高於 10 年期國庫券收益率），這顯示信貸條件正在嚴重收緊。100 多年來，每次經濟衰退之前都會出現這樣的收益率變化。

幾個月後，我們的 7 項指標中的第 2 項指標——美國經濟諮商會的領先經濟指數——跌破 1 年前的水平，轉為衰退的紅色。自 1950 年代末以來，即自該指標出現以來，美國每次經濟衰退開始前都會出現這種情況。在隨後的幾個月中，又有 3 個記分卡指標離開擴張（綠色）區，進入警示性的黃色評級。

現在記分卡中的第 3 個指標已進入經濟衰退的紅色欄。第 1 季，美國名義 GDP 增長速度已低於聯邦基金利率。自 1950 年代以來，每次經濟衰退開始之前或剛開始，都會出現這樣的交點。

「預期遠景」現正處於一個重要的時刻：平均而言，經濟衰退會在美聯儲首次加息 25 個月後出現——即 2024 年 4 月。然而，儘管從「首次加息」到經濟衰退的平均時間略多於 2 年，但在超過一半的情況下，等待時間超過 25 個月。

收益率曲線（10 年期相對 1 年期國庫券）

2022 年 7 月，1 年期國庫券收益率大大高於 10 年期國庫券，在隨後 1 年的大部分時間，負息差進一步擴大。雖然收益率曲線「倒掛」與經濟衰退開始之間的平均時距為 13 個月，但有 4 次的時距長過平均值，而最長為 23 個月。截至 7 月，這將是 100 多年來最長的倒掛。

收益率曲線倒掛表明信貸正在收緊，美聯儲的「高級貸款主任調查」（最新一期於 5 月 4 日發表）連續 8 季確認這點。大多數美國銀行繼續提高幾乎所有類別的商業和消費貸款的標準，包括各種企業的商業和工業貸款、信用卡貸款、消費分期貸款、房屋貸款和商業房地產貸款。

美國興衰記分卡

指標	現況		
	擴張	中性／警示性	衰退
收益率曲線（10 年期相對 1 年期國庫券）			✓
失業救濟申領		✓	
失業率	✓*		
美國經濟諮商會領先經濟指數			✓
非金融企業現金流量	✓		
供應管理協會「新訂單減去庫存」		✓	
聯邦基金利率相對名義 GDP 增長			✓

* 有可能轉為衰退狀態，但尚待確定。

資料來源——RBC 財富管理

美國興衰記分卡

1 年期收益率與 10 年期收益率之間的負息差在 6 月為 158 個基點，是本週期迄今最闊的息差。此後，息差在 4 月大幅收窄至僅 55 個基點，然後在最近幾週再擴大至 90 個基點。從「倒掛」到「正常」的轉變，往往出現在經濟衰退開始或之前幾個月。

美國經濟諮商會領先經濟指數

這指標向來可靠地預早警告衰退將至。該指標跌破 1 年前的水平後，經濟衰退通常會在兩三季後出現。

該指標在 2022 年第 3 季轉為負值，在興衰記分卡上轉入衰退的紅色一欄。截至 2024 年 5 月的報告，該指標在之前的 29 個月中有 28 個月下跌，深陷負值區域，儘管在過去 6 個月中按年跌幅有所放緩。我們從沒見過該指標出現如此大跌幅而不出現衰退。

供應管理協會「新訂單減去庫存」

在美國經濟衰退即將開始之前，供應管理協會「採購經理指數」的新訂單和庫存分類指數之間的差值大多數會轉為負值。但信號偶爾失準，即是顯示衰退將至但之後沒有到臨。此外，該指標僅與製造業（約佔美國經濟的 15%）的活動相關，並且源自調查而非硬數據。基於這些原因，我們將其視為佐證指標而不是單獨的決定性指標。

在 2022 年 9 月創下最新低點後，該指標穩步上升（我們使用的是 3 個月移動平均值），並在去年夏季回到零點之上。在連續 3 個月處於正值後，我們將其評級從衰退（紅色）轉為中性／警示性（黃色），儘管新訂單部分本身仍然是負值。新訂單數據最終在 2024 年 1 月進入擴張區；然而，5 月出現特別疲軟的數據，如果不迅速逆轉，今年夏天的整體指標可能會再次陷入負值。

失業救濟申領

本週期的每月低點出現在 2022 年 9 月。申領週期低點通常出現在下一次經濟衰退開始前 12 個月左右。到目前為止，在這幾個月中還沒有出現更低的讀數，因此該指標維持於黃色一欄。

事實上，短期工作、職位空缺和平均工時都在逐年下降，這可能令申領失業救濟的人數上升。

失業率

失業率在 2023 年 4 月創下 3.4% 的週期低點後，5 月躍升至 4.0%。在這 12 個月中，失業率逐步走高，但尚未進入決定性的上升趨勢。不過，我們認為，如果未來幾個月持續高於 4.0%，則預示著經濟衰退即將來臨。

美國興衰記分卡

非金融企業現金流量

這數字表明企業內部有能力為希望或需要進行的資本開支提供資金。從過往紀錄看，只要該數字出現按年下跌情況，企業資本開支通常就會隨之下降，這意味著衰退將至或衰退正在加深。雖然這些現金流與疫情期間的峰值相比大幅下降，但截至第 1 季，這些現金流仍然高於負數的交點。第 2 季的數據要到 9 月才發表，因此距離公佈該數據的時間尚遠。

聯邦基金利率相對名義 GDP 增長

過去 70 年，每次經濟衰退之前或之初，聯邦基金利率都高於名義 GDP 的 6 個月年化推算率。（名義 GDP 是未經調整

通脹的 GDP。）自 2020 年第 4 季創下 23% 的疫後重啟高點以來，GDP 推算率一直在下降。到去年年底，該增長率已降至 6.7%，仍高於 5.50% 的聯邦基金利率。然而，現在公佈的第 1 季 GDP 數據顯示，6 個月名義 GDP 增長率僅為 4.9%，低於聯邦基金利率，滿足了經濟衰退的這一歷史先決條件。我們最近將該指標轉入衰退（紅色）欄。

展望未來

權衡 7 項指標的當前狀況及預測其走勢後，我們認為美國在今年下半年步入衰退的可能性越來越大。

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（特許財務分析師）——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

Atul Bhatia（特許財務分析師）——固定收益投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 資本市場有限公司

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）

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

其中一位或多位編纂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3月31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]	831	56.84	264	31.77
持有 [與板塊持平]	585	40.01	151	25.81
賣出 [遜於整體板塊]	46	3.15	4	8.70

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> 與我們的投資顧問務相關的利益衝突，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