

# 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 3 月

## 2024 年謹記的 4 個原則：有關美國 選舉的重要信息

隨著總統選舉的競爭日漸激烈，人們普遍認為，股市的命運可能取決於誰人獲勝。投資者應該牢記 4 個原則。

Kelly Bogdanova | 第 4 頁



### 本期其他內容



每月焦點  
全球選舉浪潮



全球股票  
等待



全球固定收益  
沒有那麼快



美國興衰記分卡  
目前，衰退應到未到

製作：東岸時間 2024 年 3 月 6 日上午 9:54；刊出：東岸時間 2024 年 3 月 6 日上午 11:30

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱[第 27 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任何其他聯邦政府機構的保險，也不是銀行或任何銀行附屬機構的存款或其他債務，或由銀行或任何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 每月焦點：2024 年謹記的 4 個原則：有關美國選舉的重要信息

隨著總統選舉的競爭日漸激烈，人們普遍認為，股市的命運可能取決於誰人獲勝。我們認為這種觀點過於看重選舉結果。在這個有爭議的選舉季節，有 4 個原則需要記住。

### 11 每月焦點：全球選舉浪潮

2024 年是一次罕見的全球偶合，有超過 75 個國家的 42 億人口（接近世界人口的一半）將前往投票站投票。雖然最引人注目的焦點將落在美國大選上，但本文重點討論美國以外的選舉，以及為何這些選舉對投資者如此重要。

### 18 全球股票：等待

美國經濟衰退的可能性仍然很高，令人不安。但也不排除市場會創下新高的可能性。所以我們需要採取謹慎態度。

### 20 全球固定收益：沒有那麼快

在試圖評估市場走勢和市場訊號時，背景始終很重要。我們會嘗試利用近期波動來獲取長期收益。

### 22 美國興衰記分卡：目前，衰退應到未到

美國經濟持續勝於預期，但我們仍無法擺脫經濟尚未走出困境的的感覺。

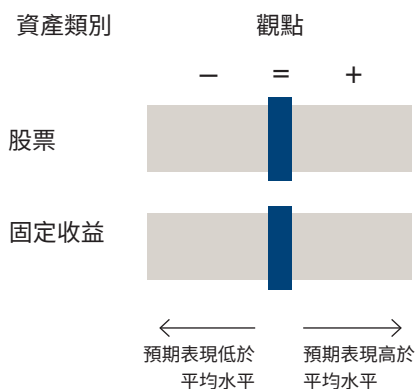
---

## 市場方面

- 3 RBC 的投資立場
- 18 全球股票
- 20 全球固定收益
- 22 美國興衰記分卡
- 25 主要預測

## 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在 12 個月投資期限內的觀點。

**+ 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

- 發達國家的股票市場持續上漲，美國、日本和歐洲的指數創下歷史新高。堅實的第四季業績，加上對 2024 年盈利增長的樂觀情緒，推動股市上漲。美國經濟數據強勁，以及大多數主要經濟體通脹下降，也為市場提供了支撐。
- 我們仍然看好股票，但保持警惕。市場表現持續上漲勢頭，可能在未來幾週和幾個月內進一步創下新高。不能排除調整的可能性，但熊市的一些重要先兆——投資者情緒高漲和市場廣度下降——尚未顯現出來。
- 儘管美國經濟衰退的可能性最近有所下降，但一些領先經濟指標仍然顯示不排除經濟衰退的可能性。我們認為，這種風險應反映在選股中，使投資組合偏重於更高質量的股票。總體而言，我們將維持美國和全球股票的「市場比重」部署。

### 固定收益

- 踏入 2024 年，全球收益率波動很大，彭博全球綜合債券指數的平均收益率最高為 3.85%，最低為 3.50%，2 月底為 3.8%。全球通脹指標持續改善，但最近進展停滯令人擔憂，減低市場對近期減息的預期（但預計主要央行今年稍後仍將適度減息）。收益率從 2023 年底的高點大幅回落，但仍遠高於過去 20 年的平均水平，我們認為這仍是一個相對有吸引力的入市點。不過，我們在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。我們認為，雖然美國的經濟風險已經下降，但全球經濟衰退的風險仍然很高，債券估值仍然很高。因此，我們大體上繼續看淡公司債券，並略微偏向政府債券。

每月  
焦點



**Kelly Bogdanova**

美國三藩市（舊金山）

kelly.bogdanova@rbc.com

## 2024 年謹記的 4 個原則： 有關美國選舉的重要信息

隨著總統選舉的競爭日漸激烈，人們普遍認為，股市的命運可能取決於誰人獲勝。我們認為這種觀點過於看重選舉結果。在這個有爭議的選舉季節，有 4 個原則需要記住。

### 要點

- 市場在不同政黨組合控制下仍表現良好——不論該總統的當選有沒有爭議。
- 就熱點競選問題而言，華爾街的優先事項往往與「主街」（泛指中小企等）不同。在引起華爾街注意的政策問題中，很少有最終成為股市或行業回報的主要驅動因素，尤其是長期回報。
- 美聯儲、經濟、創新和利潤對股市表現的影響往往比政治和選舉結果更重要。白宮和國會山莊的事態發展，通常不會影響美國 28 萬億美元的經濟，或影響標普 500 指數大多數公司的利潤。
- 過去選舉中的股市回報率值得參考，因為其中存在一些持續而有趣的模式，但也有一些注意事項。

民意調查顯示，大多數美國人對即將於 11 月 5 日舉行的美國總統大選充滿憂慮，原因多種多樣，而具體原因則因政黨背景和意識形態而異。

多年來，我們發現投資者經常將他們對政治的焦慮用於對股市和經濟前景的看法。

當奧巴馬和拜登上台時，共和黨人和民粹主義保守派對股市前景相當擔憂，而當特朗普當選時，民主黨人和進步人士則非常緊張。在本屆大選之前，鑑於國內存在的嚴重分歧，我們感覺到人們的焦慮情緒更加高漲。

但是，在奧巴馬和特朗普的領導下，美國股市大幅上漲，而在拜登執政期間迄今也有所上漲。

我們認為，市場在某個時期的強勢和疲軟，與誰或哪個政黨入主白宮，或哪個政黨控制眾議院和參議院關係不大，而與其他因素關係更大。

隨著選舉臨近和競選言論更加煽風點火，投資者在金融市場上應牢記 4 項原則。

## 2024 年謹記的 4 個原則

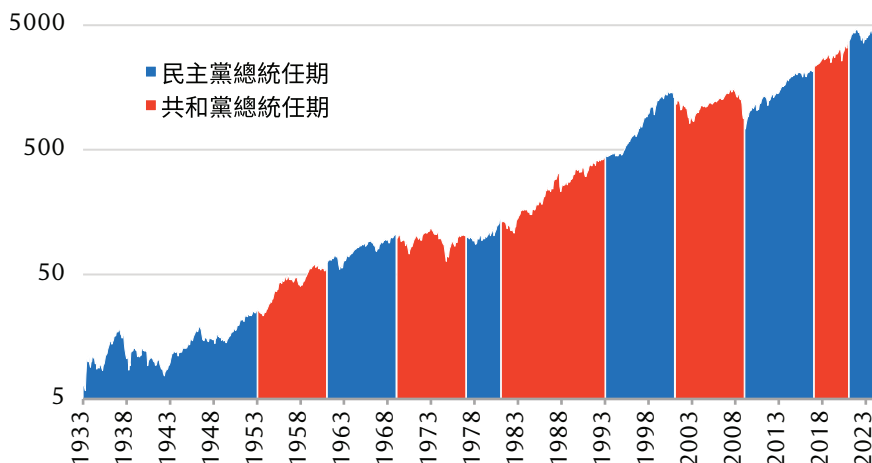
### #1——市場在不同政黨組合控制下仍表現良好

美國股市在共和黨和民主黨總統任期內均上漲，不論該總統的當選有沒有爭議，如下圖所示。

標普 500 指數曾有過幾段較長的掙扎期，如 1970 年代尼克遜總統和福特總統（圖中紅色部分），以及卡特總統（圖中藍色部分）任職期間。但總的來說，從 1933 年開始，市場在共和黨和民主黨總統執政期間都有所上漲，有時甚至大幅上漲。

#### 兩黨執政期間市場都會上漲

標普 500 指數自 1933 年以來的表現，按總統政黨控制權劃分（以對數標度顯示）

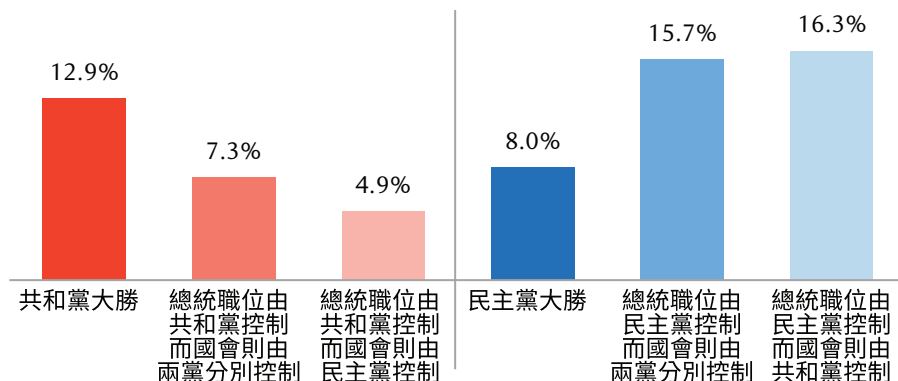


資料來源——RBC 財富管理、彭博，截至 2024 年 2 月 20 日的月度數據（以對數標度顯示）。按政黨更迭時的就職日期分類

自 1953 年以來，在民主黨執政時、國會控制權分由兩黨掌握或由共和黨牢牢控制，標普 500 指數的回報率往往最高。在共和黨執政時，標普 500 指數也表現出色。

#### 大象還是驢子——或者兩者兼而有之？

標普 500 指數自 1953 年以來按政黨控制權劃分的年均回報率



資料來源——RBC 財富管理、彭博，截至 2023 年 12 月 31 日的數據；數據基於價格回報（不包括股息）

## 2024 年謹記的 4 個原則

我們認為，分析 1953 年以來的政黨控制數據最有意義，因為當時發生了重大轉變。

在 20 世紀上半葉，一黨獨大的情況十分常見，民主黨或共和黨掌握所有 3 個權力：總統、參議院和眾議院。其中 85% 的年份都是如此。

但從 1953 年共和黨的艾森豪威爾宣誓就任總統開始到今天，一黨獨大的情況就比較少見，只有 37% 的年份出現過這種情況。

### #2——華爾街的優先事項往往與「主街」不同

我們認為，在本輪競選和大選結束後不久，市場將關注一系列與經濟政策、外交政策，以及板塊和行業相關的問題。

華爾街的優先考慮事項（如下表所示）可能與大部分選民的優先考慮事項不同。市場往往會忽略有助於決定選舉結果的重要社會問題。例如，在這屆選舉中，選民都在關注犯罪、邊境安全、無家可歸者、芬太尼和鴉片類藥物危機、墮胎等問題。但從歷史上看，社會問題對標普 500 指數大公司的利潤增長幾乎沒有直接、即時或明顯的影響，但利潤增長卻是華爾街關注的焦點。

#### 市場關注的一系列選舉問題

經濟政策	外交政策	板塊和行業
<ul style="list-style-type: none"> <li>通貨膨脹</li> <li>稅收政策</li> <li>聯邦支出</li> <li>聯邦債務與赤字</li> <li>移民</li> <li>學生貸款債務</li> <li>財政部／美聯儲任命</li> <li>華盛頓僵局</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>關稅和貿易政策</li> <li>制裁</li> <li>美中競爭</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>美國／北約與俄羅斯風險</li> <li>中東沖突擴大？</li> <li>多極世界</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>能源政策</li> <li>能源轉型</li> <li>綠色倡議</li> <li>基礎設施開支</li> <li>科技補貼</li> <li>科技與人工智能法規</li> <li>醫療保健政策</li> <li>食品藥物管理局規例</li> <li>國防開支</li> <li>銀行法規</li> </ul>

資料來源——RBC 財富管理

在本屆選舉週期，我們認為上述清單中的 3 個問題將對華爾街產生突出影響：

- 個人稅率，
- 關稅和貿易政策，以及
- 中美競爭。

民主黨和共和黨的提名人拜登和特朗普似乎對稅收和關稅政策有著截然不同的看法，他們的詳細政策建議可能會在未來幾個月內更加清晰。

## 2024 年謹記的 4 個原則

我們認為，稅收條款不僅會在激烈的競選期間成為焦點，在下一任總統和國會於 2025 年就職後更是如此。

《減稅與就業法案》中通過的個人減稅措施——被稱為「特朗普減稅措施」——將於 2025 年底自動失效。如果不採取措施來解決部分或全部條款的問題，這些稅率將恢復《減稅與就業法案》頒佈前的較高水平。

### 稅收問題可能成為焦點

《減稅與就業法案》的許多規定從 2018 年開始惠及個人納稅人，這些規定計劃於 2025 年底自動終止：

- 降低個人所得稅稅率和調整稅階將終止
- 增加標準扣除額、取消個人免稅額，以及將兒童稅收抵免額增加一倍的措施將終止
- 州和地方稅扣除限額和房屋貸款利息扣除限額將終止
- 資本利得門檻與普通收入門檻的脫鉤將終止
- 替代性最低稅的削減將終止
- 遺產稅的減免將終止
- 提高贈與額的終身門檻將終止

資料來源——稅務基金會、Kiplinger、RBC 財富管理。受《減稅與就業法案》日落條款影響的項目不限於這裡列出的信息。本信息不構成稅務建議。

該法案中沒有關於降低企業稅率的日落條款，但如果下任總統和國會就增稅或減稅達成一致意見，企業稅率可能會發生變化。

我們認為，與近幾屆大選相比，外交政策問題對華爾街更為重要。這不僅是因為東歐和中東的軍事沖突備受矚目，還因為關稅和經濟制裁政策在本屆和前兩屆政府中發揮了更大的作用。無論 2024 年誰當選總統，這種情況都可能繼續下去。從我們的角度看，制裁和貿易限制，而不是老式的外交，已經成為美國外交政策的固定模式——儘管往往不起作用。

我們打算在未來對兩位主要候選人的關稅、貿易、制裁和稅收提案進行評估，因為這些政策到時將變得更具體和正式。

除貿易問題外，在上述一長串可能會引起股市策略師和經濟學家關注的問題中，我們認為大多數都不太可能成為股市或行業回報的主要驅動因素，尤其是長期回報。華府的政策制定涉及許多不同的制衡機制，包括企業游說，但我們認為其他因素才是推動利潤和股市表現的主要因素。

---

## 2024 年謹記的 4 個原則

### #3——美聯儲、經濟、創新和利潤往往比華府的政策更重要

白宮和國會山莊的事態發展，通常不會影響美國 28 萬億美元的經濟，或影響標普 500 指數大多數公司的利潤。

相反，美聯儲的貨幣政策歷來對經濟、通脹、銀行貸款和信貸供應的影響更大。美聯儲的決策往往有助於形成商業週期，而商業週期又會極大地影響企業利潤的增長——利潤增長是股市的養分。

同樣，美聯儲的政策也是美國債券市場表現的主要決定因素，並影響其他發達市場央行的政策和這些債券市場的表現。

美國經濟活動的自然動向——從新一輪增長週期開始，到中期，然後到衰退，周而復始——歷來是美國金融市場回報的主要決定因素。

而創新一直是一個關鍵因素。回想一下以前的重大技術飛躍——從個人電腦的出現，到互聯網的廣泛應用，再到最近的人工智能——我們就會發現，創新往往會推動利潤增長和股票價格。

這不僅適用於與科技相關的股票。從醫療保健到工業、能源、公用事業、運輸、航運、金融服務等許多領域和行業都從創新中受益，它們的股價也是如此。

華府的政策有時會刺激和激勵創新，但更多時候，創新是在美國和全球自由企業競爭體系中自然產生的。

### #4——選舉的歷史數據值得參考，但也有注意事項

多年來形成了一種有趣的模式。把時間劃分為 4 個時期時——即選舉年、總統任期第 1 年、總統任期第 2 年（也是中期選舉年）和第 3 年——我們會發現一種持續的表現模式，這種模式可以追溯到 1928 年。

如下頁上圖所示，標普 500 指數在第 3 年最為強勁，在總統大選年次之。

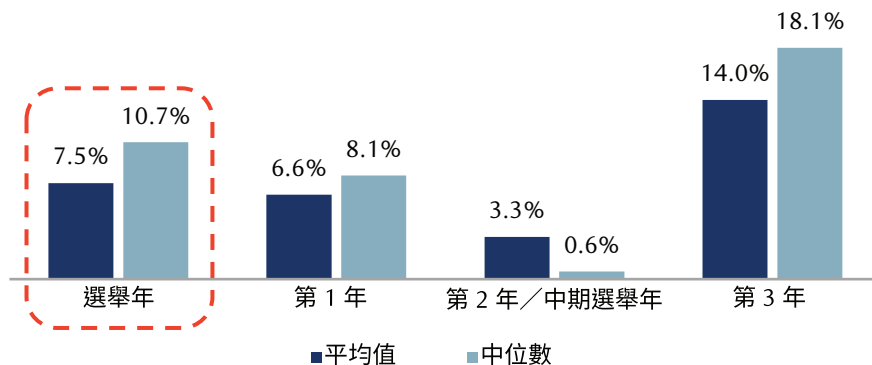
政治學者和市場策略師對這種 4 年模式持續存在的原因各有各的理論，其中一些理論涉及第 3 年聯邦支出增加，還有一些數據指出美聯儲在不同年份的政策模式。但我們還沒有找到可靠、具體的解釋。



## 2024 年謹記的 4 個原則

### 4 年總統週期追蹤記錄

自1928年以來，標普 500 指數在總統選舉週期中的表現



註：「第 1 年」指總統任期的第 1 年，「第 2 年」指總統任期的第 2 年，以此類推。

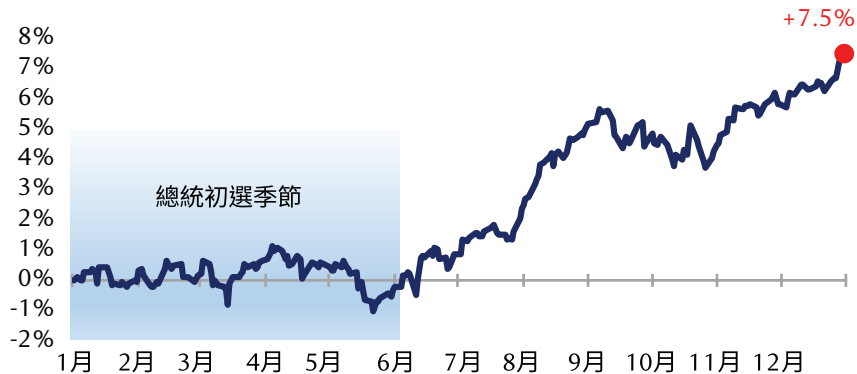
資料來源——RBC 財富管理，彭博，截至 2023 年底的年度數據；數據基於價格回報（不包括股息）

在總統大選年期間，市場也往往遵循類似的模式。漲勢往往出現在夏季和下半年。

例如，把 1928 年以來的所有總統選舉年合併在一起並求取平均值時，下圖顯示，市場在初選時期表現平平，但隨後在夏季上漲，並在 11 月大選後取得不錯的漲幅。

### 上升通常在當年稍後出現

自 1928 年以來總統選舉年標普 500 指數的平均走勢



資料來源——RBC 財富管理，彭博，截至 2020 年大選的數據；數據基於價格回報（不包括股息）

但是，近幾年和近幾十年來有爭議的選舉年又是怎樣的呢？

當希拉莉和特朗普在 2016 年對決，以及特朗普和拜登在 2020 年競選時，市場在春季出現整固（原因與選舉無關），並在年底反彈，收盤價接近當年的高點。標普 500 指數在 2016 年和 2020 年分別上漲 9.5% 和 16.3%。無論是否存在爭議，在每個案例中，市場都超過大選年 7.5% 的長期平均漲幅。

然而，並非所有有爭議的總統選舉年都以反彈收盤。

## 2024 年謹記的 4 個原則

2000 年小布殊和戈爾對決，在佛羅里達州重新計票「懸而未決」和長達一個多月的法庭訴訟期間，標普 500 指數表現尤為疲軟。市場不喜歡重新點票帶來的不確定性和前所未有的法律問題。

標普 500 指數從大選日收盤到 12 月最低點下跌了近 12%，全年下跌 10.1%，遠低於大選年 7.5% 的平均漲幅。

2000 年 3 月開始並一直延續到 2002 年的科技股泡沫破滅，也對當年的表現產生巨大影響。佛羅里達州重新計票的不確定性是一個因素，但並不是 2000 年或更長時期內股票收益不佳的唯一因素，如圖所示。

### 比布殊與戈爾對決重新計票更大的問題

2000-2002 年期間標普 500 指數主要受到科技股泡沫破裂的影響



資料來源——RBC 財富管理、彭博，數據自 2000 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日

這又一次說明我們的觀點，即重要的是記住，其他因素對股市的影響往往要比選舉結果大得多。

此外，還應該記住，與市場相關的選舉歷史數據也有一些要注意的事項。即標普 500 指數的數據和趨勢可以追溯到 1928 年，但信息並不多，尤其是將它們切分成不同類別時。一個大漲年或一個大跌年都會改變平均值，而且平均值的變化往往很大。

### 著眼大局

對政治和公共政策感興趣的美國人和國外觀察家當然高度重視美國大選的結果。但從短期來看，美國金融市場通常受美聯儲政策的影響更大，而從長期來看，則受經濟趨勢、創新和利潤增長的影響更大。

隨著競選的進展，我們將深入探討與經濟、市場、板塊和行業最相關的政策問題，敬請留意 RBC 與大選相關的深入分析和見解。

每月  
焦點



**Frédérique Carrier**

英國倫敦

frederique.carrier@rbc.com

## 全球選舉浪潮

2024 年是一個罕見的全球偶合，將迎來歷史上最大規模的選舉週期。今年將有超過 75 個國家的 42 億人口（接近世界人口的一半）參加投票。

雖然最引人注目的焦點將落在美國大選上，但本文重點討論美國以外的選舉，以及為何這些選舉對投資者如此重要。我們將評估歷史上選舉結果對經濟和金融市場產生重大影響的因素，重點關注可能對投資組合產生影響的幾場關鍵選舉。

### 重點

- 從歷史上看，對一國經濟和金融市場產生重大影響的選舉，就是當選政府實施全面結構改革計劃、修改財政或貨幣政策或重塑國際關係。
- 在新興市場，今年選舉的結果將對正在進行的改革和經濟穩定產生重要影響。對一些人來說，選舉的結果可能會加速冷戰後世界秩序的瓦解。
- 在英國及歐洲這些發達國家中，一個中間派政府似乎有可能贏得下一屆英國大選，而歐洲議會的投票可能會給民粹民族主義者更大的發言權，進一步威脅歐盟的凝聚力。

### 選舉改變遊戲規則？

每隔一段時間，選舉都會對經濟和金融市場產生深遠、長期的影響。尤其是民選政府承諾進行廣泛經濟變革的選舉，例如：

- 1979 年英國首相戴卓爾夫人當選，帶來了國有企業私有化、金融體系放鬆管制以及就業市場改革，這些改革最初加劇英國長期的經濟衰退，但最終重塑英國的經濟結構。
- 巴西 1994 年的大選，促使其央行改變貨幣政策的傳統觀念，從而抑制了困擾該國多年的惡性通貨膨脹。

之後，兩國經濟改善，並為國內股市帶來持久的牛市。

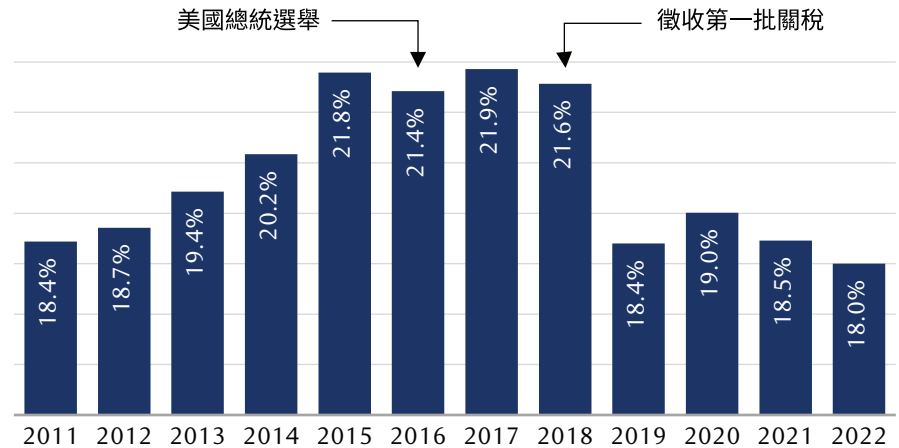
## 全球選舉浪潮

我們也看到選舉怎樣顛覆國際關係，無論是外交政策還是貿易：

- 2016 年特朗普當選美國總統，其政府從 2018 年開始徵收一系列關稅，掀起與中國的貿易戰，並導致冷戰後世界秩序破裂。除其他因素外，嚴峻的地緣政治背景，可能是中國股市自那時起相對於美國股市表現不佳的原因之一。

### 加徵關稅後，從中國進口的比率下降

美國從中國的進口佔總進口的百分比



資料來源——世界銀行

不過，競選活動中的變革承諾，並不意味著選舉結果會大到足以改變經濟和市場的基本因素。政府通常需要在立法會內佔多數才能實施這些變革。在只有兩個主要政黨的國家，如美國、英國和印度，要實現這一點會容易得多。

而在有多個政黨爭奪選民的國家，往往會組成聯合政府，這也是許多歐洲國家的常態。要成功、高效地實施變革，聯盟最好擁有共同的政治理念。持有不同觀點，或主要為了推翻現任當權者而拼湊而成的聯盟往往不穩定，很少能帶來有意義的變革。

如果缺乏實現變革的手段，宏大的提案可能會被淡化或永遠不會實現：

- 自詡為「無政府資本主義者」的米萊於 2023 年 11 月當選阿根廷總統，就是一個很好的例子。他承諾採取嚴厲的經濟措施，包括削減 15% 的公共開支、廢除國家央行，並將美元作為國家法定貨幣。但他所在的政黨只控制國會參眾兩院約四分之一的席位，因此很難通過立法。

## 全球選舉浪潮

### 2024 年的選舉週期會帶來重大變化嗎？

2024 年的選舉可能不會像上述選舉那樣至關重要——畢竟，許多國家已經推出全面的改革計劃，大多數央行現在都是獨立的，並通過採取重大行動降低通脹來證明其角色的作用。然而，我們認為，今年選舉的結果會對正在進行的改革計劃、經濟穩定和國際關係產生重要的影響。

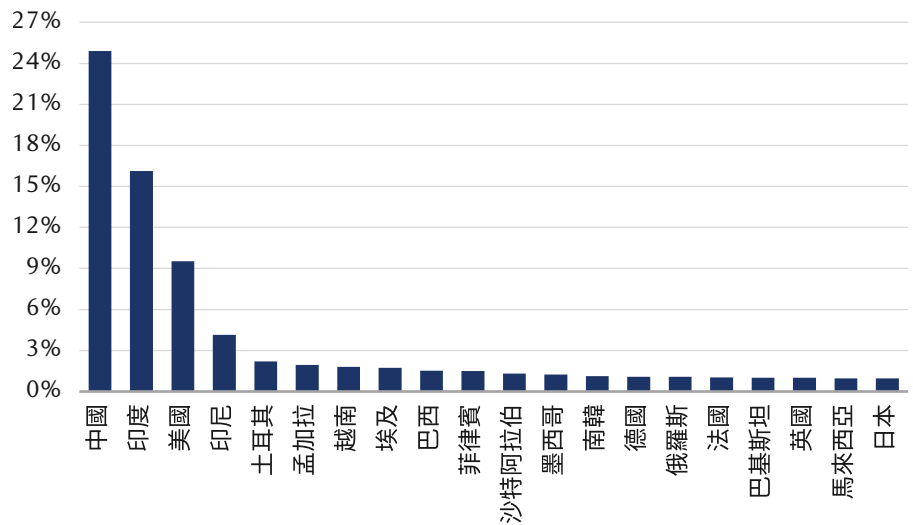
### 值得關注的市場

#### 新興市場

根據國際貨幣基金組織的數據，未來 5 年，新興經濟體的國內生產總值，將佔全球的生產總值 60% 以上。因此，現在更有必要了解今年的一些選舉會如何影響新興經濟體的前景。

#### 預計中國和印度將成為未來 5 年生產總值增長的主要驅動力

2023 年至 2028 年佔世界生產總值增長的份額



註：基於國際貨幣基金組織對 2023 年至 2028 年的預測

資料來源——國際貨幣基金組織《2023 年 10 月世界經濟展望》，Macrobond，RBC 全球資產管理

許多國家，例如印尼和印度，最近都推出改革，但他們還有很多工作要做。我們認為，民選政府是否繼續致力於此類努力將決定該國能否維持增長的態勢。

對於最近與國際貨幣基金組織簽署融資協議的巴基斯坦和斯里蘭卡等一些國家來說，維持經濟正統是促進經濟穩定的關鍵。

最後，台灣、孟加拉、墨西哥和委內瑞拉的選舉結果將對國際關係產生影響。

## 全球選舉浪潮

下面，我們將重點放在兩個國家：印度，因為其在全球經濟中的作用越來越大；南非，因為執政的非洲人國民大會可能失去多數席位，可能會在金融市場引發連鎖反應。

### 印度——它仍將是新興市場投資者的寵兒嗎？

印度未來 5 年可能成為僅次於中國的全球經濟增長第 2 大貢獻者，並且已逐步向外國投資者開放經濟。同時，印度政府公債最近已納入重要基準「新興市場全球多元化債券指數」。

RBC BlueBay 新興市場部主管 Polina Kurdyavko，將印度在全球經濟中的新角色歸因於以下幾個因素：

- 印度在全球衝突中保持相對中立；印度既是金磚國家集團（與巴西、俄羅斯、中國和南非共同組成）的成員，也是美國領導的「四方安全對話」（簡稱「四方」）的成員，與日本和澳洲共同組成。
- 政治相對穩定。
- 毗鄰中東，與沙特阿拉伯、阿拉伯聯合酋長國和埃及的關係得到改善，這些都有助於印度成為新的地區強國。
- 就業率高，70% 的人口有工作，勞動力成本目前低於中國。這使印度能夠通過提高生產力、緩解供應鏈瓶頸和縮小勞動力差距，為近期面臨勞動力短缺的國家提供解決方案。

4 月至 6 月期間，將會有達 9.45 億符合資格的印度選民前往投票站，這是有史以來最大的民主活動。中央政府將會由在人民院（下議院）543 個席位中獲得多數席位的政黨組成。這次選舉似乎可為該國提供領導層的連續性。

市場研究公司 Morning Consult 的數據顯示，印度總理莫迪的支持率高達 77%，是世界上民選領袖中最高的一位，儘管他已連任兩屆。

莫迪出身卑微加上國家經濟記錄良好，對選民很有吸引力。他的政府監督一項廣泛的供給側改革計劃，其中包括：

- 廣泛的銀行資本重組方案和新破產法（莫迪第 1 任期內）。
- 勞動力改革和新數位識別系統支援數位支付和數據管理平台（第 2 任期）。這些措施使大多數印度人獲得公共服務，並促進大眾接受政府現金轉移支付。

## 全球選舉浪潮

在他的改革下，印度經濟以年均接近 6% 的速度增長，成績令人羨慕。自 2014 年當選以來，股市也同樣呈現上升趨勢，漲幅超過 200%。

我們認為，印度需要進行其他漸進式結構改革才能維持其經濟增長勢頭。職位創設仍然很低，有很大比例的人口未充分就業。對於一個要成為經濟強國來說，教育水平仍然不夠。

選舉中產生一個擁有議會多數席位的穩定政府非常重要，無論是一黨多數還是強大的聯合政府。這樣，在人民院提出的改革才不會遇到障礙、政策才能有效實施，並更有可能在未來幾年實現健康的經濟增長。如果做不到這一點，外國投資者的信心可能會動搖，導致資本外流。

### 南非——基礎不夠堅實

隨著 5 月大選臨近，南非面臨許多挑戰，選舉結果可能引發更多動盪。特別是，隨著南非 10 年期政府公債與美國公債的息差在 2023 年達到 20 年來的新高，我們正在密切關注這次選舉。如果選舉結果導致放棄財政和貨幣公義，可能會擾亂金融市場。

在一場嚴重的能源危機之後，拉馬福薩總統領導下的執政黨「非國大」可能會在 27 年來首次失去多數席位。2023 年，國有電力公司有近半電力無法提供給消費者，停電持續困擾該國。

「非國大」黨如果與左翼經濟自由鬥士結盟，可能會迫使南非儲備銀行（少數不獨立的央行之一）放棄對抗通脹的努力。此外，為控制預算赤字而急需的財政整頓也不太可能實施。該國寬鬆的貨幣和財政政策，加劇對國家主權債務風險的擔憂，息差可能進一步擴大，引發整個金融市場不安。

南非的債務水平從全球金融危機前佔國內生產總值的 30% 以下，飆升至最近的 70%。如果把國營企業算進去，這個債務負擔甚至更高。

附表重點介紹 2024 年其他新興經濟體將舉行的一些重要選舉。

### 發達國家

在發達經濟體中（除美國外），英國大選和歐洲議會選舉應該最受關注。自英國脫歐公投以來，民粹主義和民族主義情緒有所抬頭，我們認為英國似乎已準備好迎接一個更加中間派的政府。

### 英國——變革之風？

英國民調一直明確指向工黨政府，1 年多來，工黨一直以 20% 的優勢領先現任保守黨。

工黨領袖斯塔默爵士大談怎樣使英國經濟重回增長軌道。但我們認為，在財政和貨幣政策緊縮的情況下，考慮到英國赤字佔國內生產總值超過 5%，以及英國央行正在與通脹角力，任何新政府都不會有太大的回旋餘地。如果當選，斯塔默可以解決的是與歐盟的關係，歐盟仍然是英國最大的貿易伙伴。

過去幾個月，歐盟已經表示願意以更加靈活的方式與英國接觸，也就是說，不需要討論重新加入單一市場或歐盟關稅同盟的問題。2023 年 7 月，歐盟官員意識到地緣政治環境在過去幾年大幅惡化，提出了與其前成員國在全球問題上正式合作的想法。

## 全球選舉浪潮

保守黨政府作為英國脫歐的工程師，拒絕這一提議。但工黨政府很可能對在共同感興趣的領域加強合作持開放態度。例如，英國和歐盟之間的自由流動等協議可能會為英國經濟和股市帶來好處，因為英國自脫歐公投以來，其經濟和股市遭受大量資金外流。

### 歐洲議會選舉——激進右翼和反建制民粹主義的聲音更加響亮

從 6 月 6 日起的 3 天內，4.5 億歐洲人將選出 750 名代表，組成歐盟的下一屆議會。歐洲議會的主要職責是審議布魯塞爾歐盟委員會提出的預算和法律提案。

這關係到布魯塞爾對烏克蘭的支持、歐盟應對氣候變化的積極措施（包括減少碳排放的目標）以及移民問題。布魯塞爾對國家經濟、財政和監管政策的參與程度則保持平衡。

智庫「歐洲對外關係委員會」，根據最近的民意調查和自己對歐盟的評估，認為大選很可能會出現一個更加民粹、右傾的歐洲議會。這樣的結果可能會妨礙通過必要的立法，以實施下一階段的歐洲綠色交易，以及導致對移民採取更強硬的立場，而對烏克蘭和歐盟東擴的支持亦可能會日漸軟化。總體而言，這種情況可能會擴大歐盟內部的分歧。

右傾的歐洲議會也會影響各國政府的國內政治。例如，如果某個國家的公民在歐洲議會選舉中投票給一個不支持「綠色政策」的政黨，這很可能會影響該國政府在制定遏制碳排放政策時的立場。

此外，美國大選的結果也會影響歐盟集團的政策、經濟和產業。特朗普如果重返白宮，他計劃對所有進口商品徵收最低 10% 關稅，並可能報復歐洲對美國科技企業徵收的數碼服務稅。這可能會使歐盟減少與美國的合作。一些歐洲領袖，如法國總統馬克龍，可能會加強呼籲歐洲大陸在防務方面減少對美國的依賴。然而，民粹主義和反建制黨派的崛起（其中一些更同情俄羅斯）將使這一目標較難實現。

### 簡而言之

我們認為，今年的選舉結果將決定一些國家的經濟格局。如果新政府將改革計劃置於危險之中，金融市場的波動可能會加劇。如果選民支持改革，這些國家可能會繼續保持增長。而在其他地方，重建制的聲音更有影響力，可能會導致有效制定和實施政策的難度增加。

總體而言，冷戰後世界秩序瓦解可能會持續下去。我們認為，很多事情會由外部因素決定，因為美國大選的結果也將是一個關鍵因素，可能會大大改變許多國家的前景。



## 附錄：2024 年重要新興市場選舉

<b>孟加拉</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>該國政府轉向專制，使其與歐盟和美國（該國的主要出口市場）的關係緊張。</li> <li>重要的紡織品出口業仍有可能受到制裁，這可能會將該國推向中國的陣營。</li> <li><b>結果：</b>哈西娜總理第 4 次連任 5 年。</li> </ul>
選舉日期：	1 月 7 日	
選舉類型：	議會選舉	
影響：	國際關係	
<b>台灣</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>台灣與美國和中國的關係是關鍵問題。</li> <li><b>結果：</b>支持獨立的候選人賴清德當選總統，但他領導的民進黨未能在立法機構獲得多數席位。</li> </ul>
選舉日期：	1 月 13 日	
選舉類型：	總統選舉	
影響：	國際關係	
<b>巴基斯坦</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>國際貨幣基金組織新的長期貸款條款可能要求巴基斯坦採取緊縮的貨幣和財政政策。</li> <li><b>結果：</b>在深陷經濟危機的情況下，在選舉結果無定論並被指控操縱投票之後，兩大政黨將組建聯盟。「巴基斯坦人民黨」和「巴基斯坦穆斯林聯盟」達成的協議將會把「巴基斯坦正義運動」拒諸門外，後者獲得的選票比前者聯盟都多，但未能獲得多數席位。有可能向中國傾斜。</li> </ul>
選舉日期：	2 月 8 日	
選舉類型：	大選	
影響：	經濟穩定	
<b>印尼</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>在前總統佐科維多多任期內，印尼國內生產總值增長了 40% 以上。</li> <li><b>結果：</b>佐科的國防部長、前軍官蘇比安托宣佈獲勝，佐科的兒子吉班·拉卡布明·拉卡擔任副總統。儘管蘇比安托承諾繼續推行「佐科經濟學」，但他是否會付諸實施還有待觀察。蘇比安托政府可能會維持佐科平衡關係的做法，在經濟上偏向中國，在戰略上則偏向美國。</li> </ul>
選舉日期：	2 月 14 日	
選舉類型：	總統和議會	
影響：	改革	
<b>南韓</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>就業市場和服務業改革可望提振陷入困境的經濟。</li> <li>最近針對反對黨民主黨領導人的暗殺企圖可能會引發同情票，這將有助於民主黨保住其議會多數席位，並使其能夠阻止總統尹錫悅的國內政策議程，該議程針對經濟增長放緩和生活成本危機。該國將於 2027 年舉行總統選舉。</li> </ul>
選舉日期：	4 月 10 日	
選舉類型：	議會	
影響：	改革	
<b>印度</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>進一步的經濟改革可以釋放該國的增長潛力。</li> <li>總理莫迪和他的右翼印度人民黨在最近的民意調查中處於領先地位。選舉勝利將使他們能夠繼續執行過去兩屆任期的政策措​​施。</li> </ul>
選舉日期：	4 月至 6 月	
選舉類型：	大選	
影響：	改革	
<b>南非</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>現任政府不受歡迎，有失去多數席位的風險。</li> <li>由於該國央行並非獨立，如果與左翼政黨聯盟，可能會導致貨幣政策更加寬鬆，而財政整頓可能難以實現。這或會加劇該國的主權債務問題。</li> </ul>
選舉日期：	5 月 24 日	
選舉類型：	大選	
影響：	經濟穩定與改革	
<b>墨西哥</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>與美國的雙邊關係是一個關鍵問題——特別是自墨西哥於 2023 年成為美國最大貿易夥伴以來。這種關係的未來走向還取決於美國大選的結果。</li> <li>墨西哥市前任女市長薛恩鮑姆為總統大選候選人，她是現任總統羅培茲歐布拉多的親密盟友。</li> </ul>
選舉日期：	6 月 2 日	
選舉類型：	大選	
影響：	國際關係	
<b>斯里蘭卡</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>上屆政府垮台後，該國與國際貨幣基金組織達成一項基於正統經濟的協議，其中包括大幅增稅。問題在於新政府是否會繼續遵守這些條款。</li> <li>維克拉馬辛哈總統似乎承諾支持這一計劃，儘管在選舉前對財政政策進行一些調整或無可避免。</li> </ul>
選舉日期：	9 月之前	
選舉類型：	總統	
影響：	經濟穩定	
<b>委內瑞拉</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>由於包括反對黨領袖、前立法會議員馬查多在內的主要候選人被禁止參加選舉，不確定性很高。</li> <li>現任馬杜羅政府同意在 2024 年底舉行自由選舉，以換取美國解除對該國石油業的制裁。這次選舉的情況和時機可能會影響美國是否繼續實施制裁。</li> </ul>
選舉日期：	未知	
選舉類型：	總統	
影響：	國際關係	

註：俄羅斯、莫三比克和突尼斯也將舉行總統選舉；羅馬尼亞將舉行議會和總統選舉；加納則將舉行大選。

資料來源——《外交政策》國家選舉委員會

## 全球 股票



**Jim Allworth**

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

# 等待

我們一直在等待兩件事：一是可靠的領先指標，顯示美國經濟衰退即將到來；二是主要股市創出歷史新高。

儘管許多人預計美國今年和明年的國內生產總值將會繼續增長，但我們認為仍有可能出現經濟衰退。至於股市新高，我們的等待已基本結束：標普 500 指數、道瓊斯工業平均指數和日本東證股價指數都已創下新高；歐洲和英國市場的活力較弱；納斯達克和加拿大多倫多綜合指數還未完全實現這一目標。我們預期市場還會再升。

當然，整固可能會隨時出現，而且通常都沒有預警。但並不存在觸發整固的估值「底線」，或導致不可避免的回落因素。也沒有任何可靠的時間標準來衡量「過度投資」。相反，最常見的情況是買家離場，賣家佔據主導地位，市場平均價格暫時下跌。

很多時，市場會從上漲突然逆轉為下跌，這或許是由於事態發展令人擔憂（如去年春天的銀行倒閉潮），或由於政策改變。我們不知道下次這類逆轉何時來臨，但我們認為只是遲早的事。

然而，主要的高峰位，即那些引發更長、更深的市場下跌（熊市）的轉折點，通常會有一兩個先兆，而這兩個先兆今天都並未出現。首先是投資情緒。在牛市結束之前，投資情緒通常會非常高漲，並會持續數週或數月。在最後幾個月，投資者的態度主要是怕錯失機會。到目前為止，雖

### 股票觀點

地區	之前	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

然多頭肯定多於空頭，但大多數人仍然相信未來會進一步出現新高。

其次是市場「廣度」。是否大多數股票的走勢與市場平均值一致？對於股市重要的大型企業股來說，答案是肯定的。標普 500 指數股票的所謂「漲跌線」在 12 月創出新高，隨後該指數本身在 1 月也創出新高。

然而，在開始出現像過去的熊市之前，卻出現一系列截然不同的事件。漲跌線通常會在市場達到高峰之前幾個月轉為下跌趨勢。目前還沒有見到這種反向的走勢。

除了這些市場內部因素之外，決定企業盈利走向的還有經濟因素。股價的漲跌在很大程度上是由普遍預期未來盈利變化決定的。經濟衰退將短期盈利的預測壓得很低，足以動搖投資者對企業長期盈利能力的信心。這對股價造成暫時的沉重打擊。

## 全球股票

那麼，投資者是否應該警惕即將到來的經濟衰退？對於歐洲、英國和加拿大，答案可以說是肯定的，因為在過去幾季，這些地區的國內生產總值增長明顯弱於美國。然而，從歷史上看，影響全球主要股市最嚴重的是美國經濟衰退。至於美國是否會出現經濟衰退的問題，過去 18 個月來，大多數人的意見反覆搖擺。

RBC 全球資產管理公司首席經濟師 Eric Lascelles 最近將美國經濟軟著陸（即不會衰退）的估計機率從 40% 上調至 60%，不過他指出，他先後的預測都與拋硬幣沒有多大區別。兩種結果都可能出現。

我們同意這一觀點，但認為投資者保持警惕更重要。軟著陸論點需要克服的一個障礙是，當美聯儲實施緊縮政策而同時銀行提高貸款標準時，從來沒有出現過如此溫和的結果。現在的情況是，大多數美國銀行連續 6 個季度對幾乎所有類別的貸款都提高貸款標準。

許多相信經濟會軟著陸的人士一直表示，整個緊縮過程已經持續了太長時間，經濟

衰退還沒有來臨，因此得出衰退不會出現的結論。然而，縱觀 20 世紀 50 年代初以來的所有經濟衰退，平均而言，每次經濟衰退都是在美聯儲首次加息 25 個月後出現。而這次出現衰退的時間可能是今年 4 月。請記住，在超過一半的情況下，等待時間比平均時間長。我們認為，斷言經濟衰退不會出現還為時過早。

還有一種普遍觀點認為，第 4 季國內生產總值穩好，以及亞特蘭大聯儲局 GDPNow 預測第 1 季年化增長率接近 3%，兩者均顯示經濟衰退不太可能很快出現。但歷史並不支持這個觀點。回顧過去的情況，每次經濟衰退開始前一季的國內生產總值增長率平均為 2.4%，但實際數字是，生產總值由 -2.7% 到 +9% 不等。

我們仍然堅持投資於股票，但會保持警惕。股市表現出持續的上升勢頭，在未來幾週和幾個月內可能進一步創下新高。不排除整固的可能性，但熊市的一些重要先兆尚未出現。

出現經濟衰退的可能性仍然很高，選股時應謹記這點。

# 沒有那麼快

## 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

在評估市場走勢和市場訊號時，背景始終很重要。2024 年的開局並不順利，但這在很大程度上符合我們的預期，因為在 2023 年結束時，美國和全球債券市場出現歷史性反彈。

在 2024 年頭兩個月，彭博全球綜合債券指數下跌 3.8%，這是近年來開局表現最糟糕的期間之一。然而，在 2023 年的最後兩個月，該指數上漲了 10.0% 以上。背景很重要。

考慮到這一點，從長遠來看，實際上發生了什麼變化？如圖所示，去年底，市場對於今年央行減息的預期可能有些超前。在美國，市場去年 12 月就預測今年美聯儲有近 7 次減息，從目前的 5.33% 降至約 3.75%。此後，市場已將這些預期下調至 4 次減息，大約降至約 4.50%，全球也出現了類似的下調。

儘管市場對預期央行利率的定價出現波動，但我們對 2024 年的展望基本上保持

### 固定收益觀點

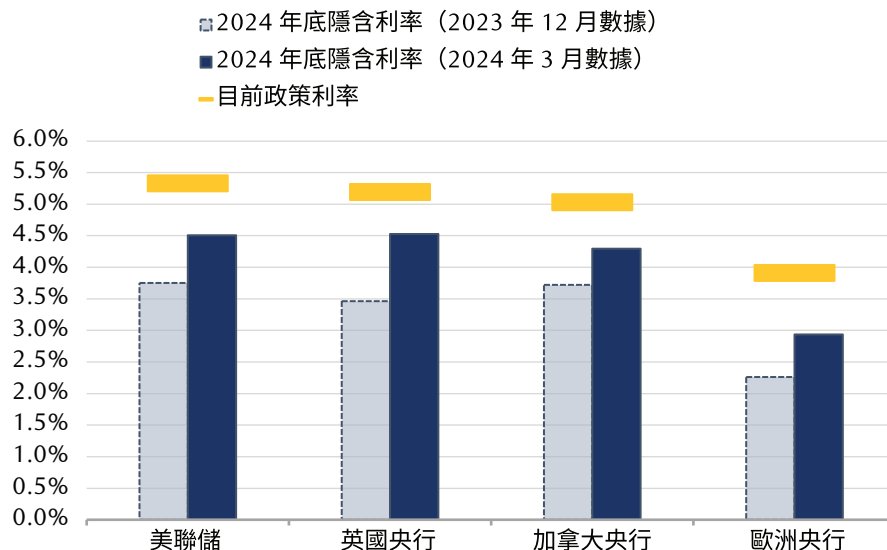
地區	政府債券	公司信貸	存續期
美國	+	-	3-7
加拿大	+	=	3-7
歐洲大陸	=	=	3-7
英國	=	=	3-7

+ 看好；= 持平；- 看淡  
資料來源——RBC 財富管理

不變：通脹壓力仍在繼續消退，即使前進的道路崎嶇不平，因此央行需要謹慎調整政策利率。

美國新公佈的通脹數據好壞參半。官方統計數據顯示，1 月通脹放緩速度較彭博調查的普遍預期慢，但小型企業和採購經理調查顯示，2 月提升價格的企業數量減少，這表明通脹放緩的壓力仍然存在。

### 今年的市場訂價仍預期減息，只是減息次數沒那麼多



資料來源——RBC 財富管理、彭博；隱含利率根據 2024 年 12 月隔夜指數掉期利率，截至 2024 年 2 月 22 日的數據

## 全球固定收益

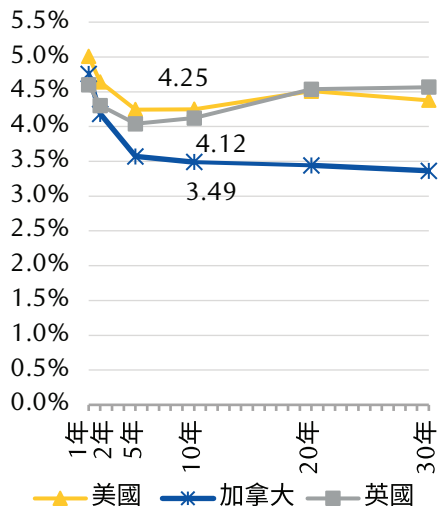
美聯儲官員對市場預期較早開始減息持相反意見是對的，因為他們希望看到更多證據表明通脹將會回落到 2.0% 的目標上。我們仍然認為，到今年夏天，美聯儲將有信心實行首次減息 25 個基點，隨後將會繼續減息。

歐洲和英國也出現類似的情況。通脹繼續朝著正確的方向發展，但央行官員則希望有更多時間和數據來證實這一點。我們預

測英國央行將會在 8 月首次減息，而歐洲央行預計將在 6 月之前首次減息。

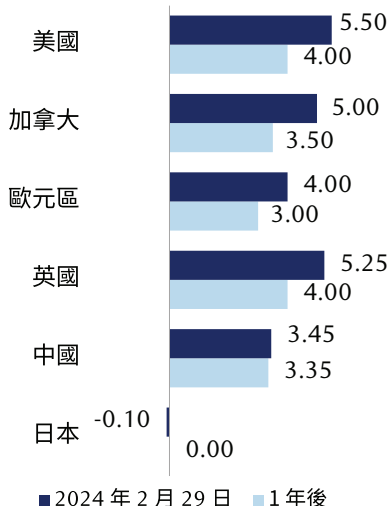
雖然在 2023 年底收益率下降後，我們在 1 月和 2 月調低了存續期，但我們會繼續保持謹慎耐心。儘管如此，我們還是強烈建議投資者隨時做好準備。儘管去年收益率可能跌幅過大，但現在也可能有升幅過大的風險。我們會盡量利用短期波動來獲取長期收益。

主權收益率曲線



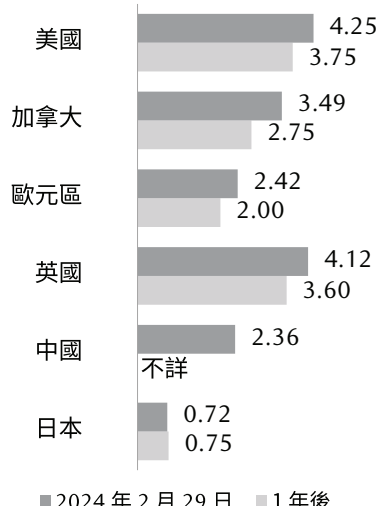
資料來源——彭博；截至 2024 年 2 月 29 日的數據

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：歐元區以德國債券為代表。  
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

## 美國興衰 記分卡

# 目前，衰退應到未到

由於仍有一些數據尚未公佈，所以暫時無需調整記分卡上 7 個美國興衰指標的定位。

一年多來，「有史以來最令人期待的經濟衰退」已經成為一個被過度使用的詞語。這句話的意思是，因為「所有人」都在期待經濟衰退，所以衰退不會到來，或者至少衰退早該到來。我們認為，這兩種觀點都站不住腳。

沒有任何證據表明，「預期率」（如果可以測量的話）能顯示經濟衰退開始的可能性。我們幾乎看不到任何證據表明衰退已逾期了。最直接的衰退開始時間，是美聯儲首次加息後的時間間隔。平均而言，經濟衰退是在首次加息之後 25 個月到來（即可能是今年 4 月）。當然，4 月也不會是一條「死」的界限。過往有一半情況，等待時間超過 25 個月。

美國經濟興衰的兩個最可靠的領先指標完全在負數欄。雖然兩者（根據平均數）都表明去年夏天是經濟衰退的開始，但過往

也有延後出現衰退的情況。必須注意的是，經濟衰退的正式開始日期可能要在衰退發生後數月或數季才公佈。因此軟著陸與硬著陸的爭論在相當長的一段時間內都不會有定論。

有 3 項指標處於「具警示性」黃色欄，另外兩項指標仍為綠色，顯示經濟擴張還會持續。

### 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，在隨後一年的大部分時間，負息差進一步擴大，在 2023 年 6 月擴至最闊。根據該指標進入負值後的平均紀錄顯示，美國經濟在去年夏末就已陷入衰退。然而，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，而最長可達 23 個月。

### 美國興衰記分卡

指標	現況		
	擴張	中性	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	✓		
美國經濟評議會領先經濟指數			✓
非金融業自由現金流	✓		
供應管理協會「新訂單減去庫存」		✓	
聯邦基金利率相對名義國內生產總值增長		✓	

資料來源——RBC 財富管理

## 美國興衰記分卡

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 2 月 5 日發表）連續 7 季傳達的信息也強調這點。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。

1 年期收益率與 10 年期收益率之間的息差在 6 月份為 158 個基點，是本週迄今最闊的息差。之後，息差已大幅收窄至僅 75 個基點，表明正處於「去倒掛」期。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。倒掛為時多久與繼後衰退為時多久，也有很大的關聯性。最近一次倒掛已有 20 個月，並且還在繼續。

### 供應管理協會的「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。

該指標最近期在 2022 年 9 月創下低位後穩步上升，2023 年 8 月的數據（我們使用 3 個月移動平均數）已回復到零以上，令指標由紅色區轉回黃色區。

### 美國經濟評議會領先經濟指數

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，在興衰記分卡上轉為紅色一欄。截至 2 月的報告，該指標已連續 22 個月下跌，深陷負值區域——儘管過去 6 個月按年下降速度有所放緩。我們從沒見過該指標出現如此大跌幅而不出現衰退。

### 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。迄今為止，我們還沒有見到該指標有更低的讀數，因此，根據過往紀錄，經濟衰退最早可能在今年秋季開始。

事實上，短期工作、職位空缺、平均工作時間和加班時間都按年下降，這可能令申領失業救濟的人數趨勢發生逆轉的可能性。在等待這種轉變得到證實或申領再次減少時，我們暫時將該指標的狀態保持在黃色區域。

### 失業率

2023 年 8 月，失業率躍升至 3.8%，為 2022 年 1 月以來的最高水平。該數據維持了 3 個月，然後到 1 月才回落至 3.7%。未來幾個月，任何超過 4.0% 的移動都會推高該指標的平滑趨勢，這表明經濟衰退即將到臨。一旦出現該訊號，從月度最低值（去年 4 月為 3.4%）到經濟衰退開始，平均需要 8 到 9 個月。

---

## 美國興衰記分卡

### 非金融業自由現金流

這數字表明企業內部有能力為想要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。

這數字在 2022 年第 4 季和 2023 年第 1 季均有所下降，然後在第 2 季略有回升，並在第 3 季再次上升。它仍遠高於轉為負數的交叉點。第 4 季的數據要到 3 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國內生產總值增長

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國內生產總值的 6 個月年化推算率。（未剔除通脹的

名義國內生產總值。）自 2020 年第 4 季創下 23% 的疫後重啟高點以來，國內生產總值推算率一直在下降。到去年年底，推算率已放緩至 7.2%，但仍遠高於當時 4.50% 的聯邦基金利率。現在，聯邦基金利率已升至 5.50%，而第 4 季國內生產總值數據顯示，6 個月名義國內生產總值增長推算率仍略高於 6.1%。我們預計，第 1 季名義國內生產總值增長將放緩至低於 5.5% 的聯邦基金利率，這是經濟衰退的必要前提。但就目前而言，這條底線尚未被徹底跨越。

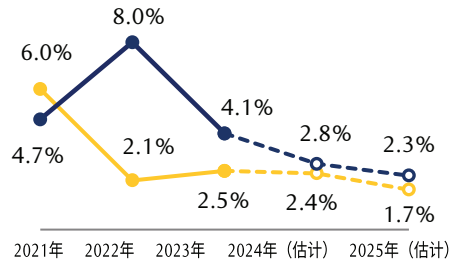
### 為時不多

權衡所有 7 項指標的當前狀況及預測其走勢後，我們認為美國在這個春季步入衰退的可能性越來越大。

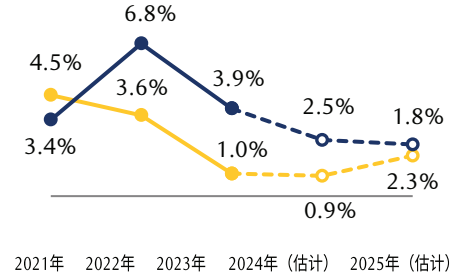


# 主要 預測

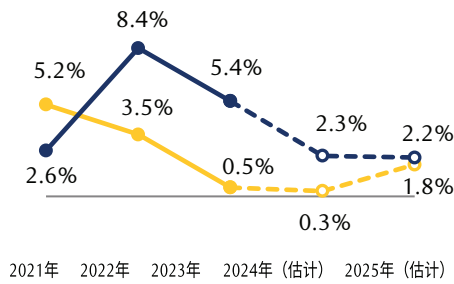
## 美國



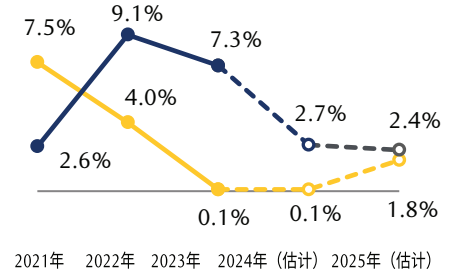
## 加拿大



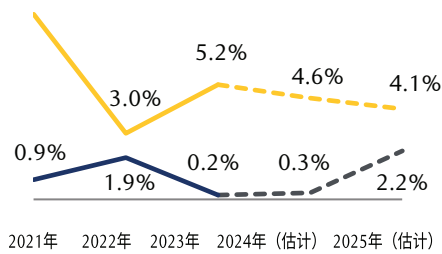
## 歐元區



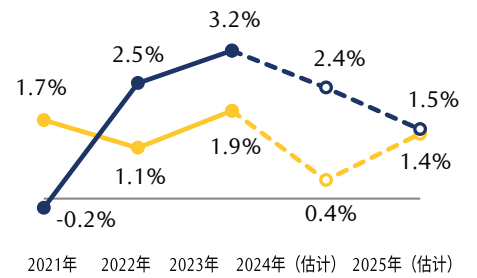
## 英國



## 中國



## 日本



—●— 實際國內生產總值增長率

—●— 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、彭博一致估計

# 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，美國 RBC 財富管理投資組合顧問組，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

**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**—— 美國投資組合顧問組主管，RBC 財富管理，

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，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）—— 投資組合管理，

多元資產策略，RBC 多美年證券有限公司

# 規定的信息披露

## 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

其中一位或多位編寫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2023年12月31日

評級	計數	百分比	過去 12 個月提供的投資銀行服務	
			計數	百分比
買入 [優於整體板塊]	829	57.17	253	30.52
持有 [與板塊持平]	575	39.66	154	26.78
賣出 [遜於整體板塊]	46	3.17	6	13.04

## 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的直接、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