

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 4 月



高度預期

在減息預期推動下，大多數主要股市都創下新高。但我們還沒有走出困境。

Jim Allworth | 第 4 頁

本期其他內容



地區股市觀點



全球固定收益
舞台已經準備就緒



商品
原油：中國進口增加



貨幣
美元：窄幅上落但偏向上行

製作：東岸時間 2024 年 4 月 2 日下午 3:32；刊出：東岸時間 2024 年 4 月 3 日上午 9:00

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 21 頁。

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

目錄

4 每月焦點：高度預期

股市投資者似乎看到前方一帆風順。標普 500 指數和大多數主要指數最近都創下新高。市場的上升趨勢已擴闊。大多數大型企業股都走高，而不僅是「七大」科技股。對減息的預期推動了市場的發展。

8 地區股市觀

我們的地區股市分析師將發表對市場的看法，探討問題和機遇，以及如何部署投資組合。

11 全球固定收益：舞台已經準備就緒

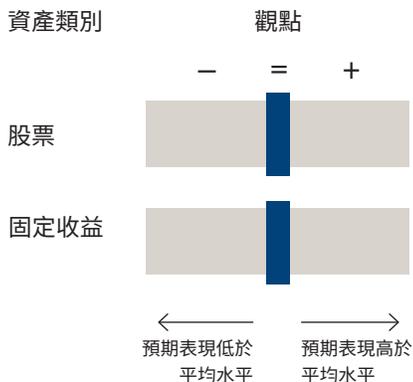
3 月份，全球央行在一系列備受矚目的會議中佔據了中心位置。儘管市場關注的焦點仍然是何時開始減息，但我們認為何時停止減息的問題更重要。

市場方面

- 3 RBC 的投資立場
- 8 地區股市觀點
- 11 全球固定收益
- 13 地區固定收益觀點
- 16 商品
- 17 貨幣
- 18 主要預測
- 19 市場成績表

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

- 我們仍然看好股市，並為平衡投資組合中的全球股票配置「市場比重」。標普 500 指數過去 12 個月的市盈率 23 倍已經偏高，但我們認為，這並不意味著未來幾個月不會再創新高。估值可能會升得更高。雖然永遠不能排除修正的可能性，但熊市的一些常見預兆，尤其是市場廣度的惡化，尚未顯現。
- 我們可以維持積極態度，但也要保持警惕，因為一些領先經濟指標顯示，經濟衰退的可能性仍然很高，令人不安。投資者不應將美聯儲的開始減息視為經濟「一切暢順」的信號。有鑑於此，我們的投資組合會傾向優質股票。

固定收益

- 2024 年伊始，全球收益率波動較大，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%，3 月底為 3.70%。全球通脹壓力持續緩解，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夏季仍將適度減息）。收益率從 2023 年底的高位大幅回落，但仍遠高於過去 20 年的平均水平，所以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。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



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

高度預期

重點

- 主要股指已創新高，市場廣度指標也顯示增長勢頭還將繼續。
- 以 23 倍的市盈率計算，標普 500 指數已為美聯儲未來數次減息付出可觀的「首期」。
- 各央行還需要在一段時間內平衡政策，才能在不使經濟陷入衰退的情況下持續降低通脹率。

股市投資者似乎看到前方一帆風順。標普 500 指數和大多數主要指數最近都創下新高。市場的上升趨勢已擴闊。標普 500 非加權指數和標普 500 漲跌線也都創下歷史新高，這顯示指數中的大多數股票都與指數走勢一致。換句話說，推動大型企業股指數走高的不僅是「七大」科技股。

從「主要趨勢」的角度來看，這也是一個好消息。因為在股市觸及最後高位並進入熊市前的幾個月，市場廣度通常會惡化並轉而走低。目前尚未出現這種負面分歧。

雖然標普 500 指數過去 12 個月的市盈率 23 倍已經偏高（這與 2022 年初創下的新高倍數相同），但這並不意味著股價未來幾個月不會再飆升。市盈率遠遠超出大多數投資者舒適區的例子比比皆是。

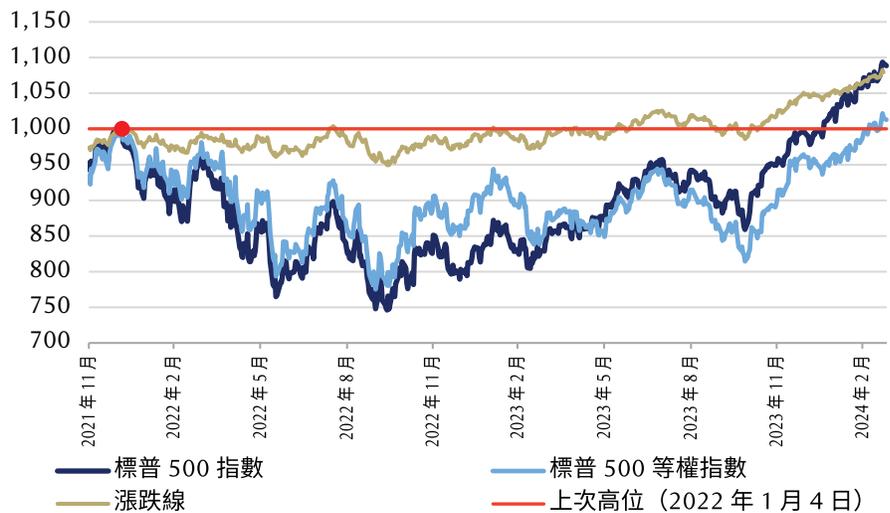
我們認為，自 10 月低點以來，大市上漲的主要推動力之一，是人們越來越相信美聯儲將會在今年上半年首次減息。最近，減息將在幾個月內開始的觀點得到美聯儲的認同。股市通常會對未來 6 至 12 個月的情況提前顯示信心。但是，一旦預期的政策或盈利增長出現變化，股市便會失去信心。

此外，從現在到夏季，美聯儲有可能不得不改變主意。我們注意到，在這個週期中，美聯儲減息的預期已多次被潑冷水，而此前有大量證據表明，金融市場對美聯儲未來 6 至 18 個月的利率走勢預測不準，美聯儲本身也是如此。

高度預期

整體上升

不僅是「七大」科技股



不僅標普 500 市值加權指數創下歷史新高，標普 500 等權指數和漲跌線也是如此。

註：數據系列在 2022 年 1 月 4 日重設為 1,000（當日是標普 500 指數高位的日期）。

資料來源——RBC 財富管理、FactSet、stockcharts.com；截至 2024 年 3 月 25 日的數據

美聯儲需要看到什麼

我們認為，通脹率無可置疑將接近美聯儲 2% 的目標，並且似乎有能力維持或改善這個水平。儘管近期物價出現一些「黏性」，能源價格也有所反彈，但大多數預測都反映了這一點。RBC 全球資產管理有限公司預計，美國今年的通脹率為 2.8%，明年為 2.3%。

住房成本是佔美國通脹率中的最大比重，它往往比實際租金滯後大約 1 年。截至 2023 年 8 月，「Zillow 觀察租金指數」已連續 16 個月大幅下跌，顯示住房對整體通脹率的影響可能會持續萎縮，直到今年夏季。截至 2024 年 2 月，美國除住房外的消費物價指數按年增長率僅為 1.8%。

同樣值得歡迎的是，經濟已出現產能過剩，尤其是就業市場，這足以讓聯邦公開市場委員會相信，減息不會很快再次引發通脹飆升。一些經濟數據顯示，整體就業形勢正在減弱：

- 美國的短期就業人數已經持續下降 24 個月。短期就業疲軟通常會在長期就業下滑之前出現。僱主在面臨工人供過於求的情況下，會首先裁減短期工人。
- 儘管如此，失去長期職位的人數在過去 1 年增加了 23%。
- 近 3 年來，私營企業僱員人均工作時數呈下降趨勢，目前處於疫情和全球金融危機之前的水平。

高度預期

- 全美獨立企業聯合會報告稱，其「小型企業招聘計劃分項指數」在兩年半的下降趨勢中，於 2 月跌至另一個週期新低。
- 儘管備受關注的非農就業人數增加，在過去 12 個月明顯推動總就業人數強勁增長 280 萬人 (+1.8%)，但「家庭調查」（包括自僱人士和其他未充分報告的類別）估計，同期總就業人數只增長 66.7 萬人 (+0.4%)，增幅要低得多。

美聯儲可能會採取什麼行動？我們認為，如果通脹如大多數人所預期的那樣回落，那麼減息應該會在初夏到來。如果經濟和就業疲軟到足以導致失業救濟申請人數和失業率持續上升，那麼可能會進一步減息。

這使得投資者在觀望美聯儲和其他央行如何在努力平衡政策的同時也減慢經濟，使通脹率進一步下跌並保持在一定水平，但又不至於引發破壞就業的經濟衰退。這是一個艱難的任務——即使貨幣政策的轉變能立即產生預期效果，但事實不能。

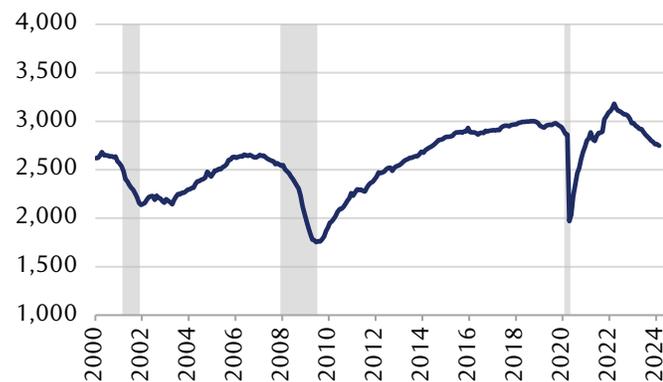
政策利率的改變需要 6 到 18 個月的時間才能在經濟活動中完全顯現出來。可以說，美國經濟仍在承受去年上半年加息 100 個基點所帶來的抑制作用。因此，今年稍後減息的積極影響，預計不會在 2025 年年中之前完全顯現。

部分美國就業數據

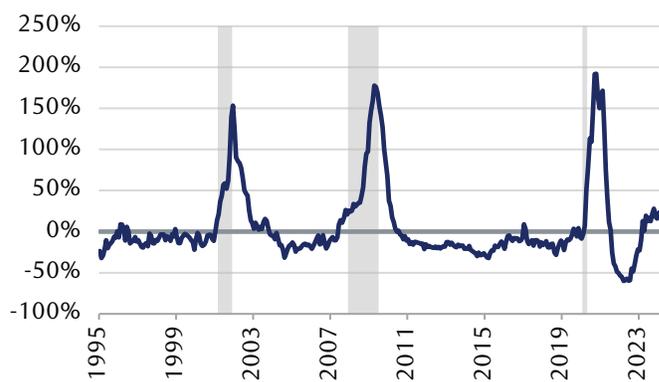
註：下圖的陰影部分表示美國經濟衰退；經季節性調整的按月數據截至 2024 年 2 月，但自願離職的就業百分比則截至 2024 年 1 月。

資料來源——美國勞工統計局、聖路易斯聯邦儲備銀行

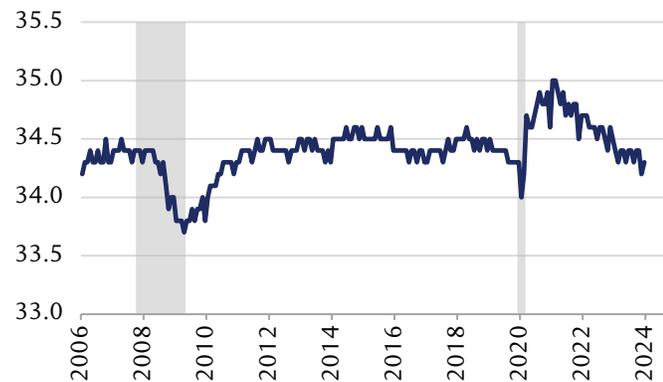
短期就業 (x1,000)



失去長期職位的失業人數的按年百分比變化



每位員工的平均工作時數



自願離職的勞動力百分比



高度預期

市場為預期美聯儲減息已付出 23 倍市盈率的「首期」，所以投資者不應將首次減息視為經濟「一切暢順」的信號。自 1950 年代初以來的 10 次經濟衰退中，有 8 次在衰退開始之前，美聯儲就已經開始下調聯邦基金利率。

結合經濟數據

所有主要股市（除中國股市外）都已創出新高，尤其是美國股市的市盈率已經升高，但這並不代表未來幾個月不會再創新高。修正總是會不期而至。熊市來臨之前，通常會有信號，即越來越少的熱門大型企業股推動指數走高，越來越多的股票落入下跌趨勢。

我們仍然看好股市，但會保持警惕。股市的持續上升勢頭，在未來幾週和幾個月可能進一步創下新高。我們不排除修正的可能性，但熊市的一些重要先兆尚未出現。

我們仍然認為經濟衰退出現的概率很高，因此在選股時應該反映出來。

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

我們仍然看好股市，但會保持警惕。市場保持上漲勢頭，可能在短期內再創新高。然而，考慮到近期反彈的力度，不排除出現修正的可能性。有關我們的觀點，請參閱本月焦點文章 [《高度預期》](#)。

美國

■ 科技股在第 1 季再次反彈，但標普 500 指數的表現自 2023 年 10 月底的低點以來已有所擴大。金融股、工業股和物料股（這些對經濟敏感的多元化板塊）自 10 月底以來已經上漲 24% 或以上。如圖所示，它們的漲幅與由「七大」科技股推動的 3 個板塊不相上下：資訊科技、通訊服務和非必需消費品。我們認為這是一個健康的信號。

■ 自 10 月底以來，市場除了對人工智能的熱情外，還受到第 4 季穩健盈利業績的推動，以及對 2024 年利潤增長的樂觀預期。此外，強勁的經濟數據和通脹率的下降，以及投資者對美聯儲將在今年稍後開始減息的預期，也提供了支撐。

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	+

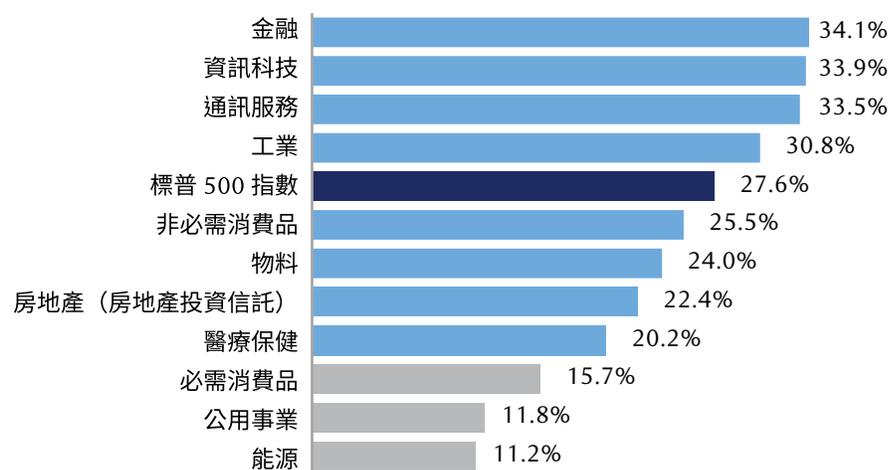
+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

■ 但我們認為仍須謹慎部署。標普 500 指數近期的上漲，堪稱市場史上短期內最大漲幅之一。我們估計，目前的估值高於平均水平，而且過高，這樣的水平通常不會維持太久。所以，不排除回落的可能性，不過，熊市的先兆——投資者情緒高漲和市場廣度下降——尚未顯現。

■ 我們認為，除了揮之不去的衰退風險之外，可維持美國股票的市場比重以反映這些因素，同時密切關注市場走勢。

很多板塊的回報率達到 20% 以上

標普 500 指數與各板塊自 2023 年 10 月 27 日低位以來的回報



資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 3 月 31 日的數據；價格回報（不包括股息）

地區股市觀點

加拿大

- 在未來 12 個月，由於利率上升對住房、商業投資和消費支出產生影響，經濟衰退仍是我們的基本假設。政府債券收益率已從 10 月的峰值回落，而持續的通脹放緩應可讓加拿大央行在下半年考慮減息。降低利率將有助於減輕負債家庭的支付壓力。
- 對我們來說，對前景謹慎，最明顯的莫過於銀行股。過去 2 年，隨著貸款增長放緩、利潤率壓縮，以及對信貸損失的普遍預期上升，銀行股的表現不如整體股市。我們過去曾建議，著眼於長期收益的投資者可能會在銀行股中找到機會。我們可能正在接近這個轉捩點，即前景開始看起來「不那麼糟糕」，再加上估值有吸引力，可能會為偏愛總回報的投資者提供機會。
- 加拿大能源生產商繼續通過分紅和股票回購將自由現金流的很大一部分歸還給投資者，我們預計這一趨勢將在今年內持續下去。經濟長期衰退會給能源價格帶來風險，但我們相信，由於加拿大能源生產商的債務負擔較輕且資本約束嚴格，它們比以往任何時候都更有能力度過商品價格低迷的時期。

英國

- 儘管英國股票估值較低，但我們仍在 3 月將其評級從「持平」下調至「看淡」，因為我們很難看到能夠持續支持這一價值的因素。
- 我們認為，將於今年舉行的大選可以提供急需的政治穩定，並促成與歐洲更具建

設性的關係，包括在共同感興趣的領域合作。但開展合作則需要數月甚至數年的時間才能實現。

- 自 2016 年英國脫歐公投以來，英國股市遭受嚴重的資金外流，根據我們的評估，這種情況似乎不太可能逆轉。國內散户投資者現在可以使用高息儲蓄賬戶和購買免稅的英國國債。英國養老基金持有的國內股票份額，已從 20 年前的 35% 以上降至 10%。
- 私募股權公司和企業界受到低估值的吸引，加大了對英國企業的收購力度，但這卻減少了投資者投資英國上市公司的機會。英國股票在 MSCI 全球指數中的佔比已從 20 年前的 11% 降至不足 4%。
- 鑑於估值偏低，市場可能會出現反彈——或許會在英國央行減息之後。但總體而言，與英國偏重價值和防禦性行業相比，其他市場的機會更具吸引力，這些市場的增長股和價值股更為均衡，或者是那些正在推行積極結構性變化的市場，例如日本。

歐洲大陸

- 我們在 3 月將歐洲股市從「看淡」上調至「持平」。去年下半年，該地區勉強避過經濟衰退，經濟活動似乎已觸底。歐洲央行最近的銀行貸款調查顯示，貸款條件已大為放寬，而實際工資增長在通脹下降的情況下也有所改善，但這取決於就業市場是否依然緊張。由於市場普遍預期歐洲央行將在 6 月減息，我們預計未來幾個月該地區的經濟將繼續趨於穩定。

地區股市觀點

■ 在過去 10 年，歐洲股市出現顯著變化。目前，科技、醫療保健、工業和非必需消費品等質量較高、增長較快的行業在 MSCI 歐洲（英國除外）指數中的佔比接近 60%。因此，該指數的盈利能力、股本回報率、收益和現金流狀況都有所改善。

■ 我們認為，歐洲股票的估值並不太高，其成交價只略高於 13.4 倍遠期市盈率的長期中位數。此外，相對於美國（科技股除外），該地區的市盈率處於自 2011 年歐盟主權債務危機以來的最低水平。

■ 鑑於宏觀背景開始改善，我們主張採取平衡的選股方法，將優質的長期增長型公司與較具週期敏感性的公司相結合。

■ 長期來看，我們看好科技股（尤其是關鍵任務軟件和半導體製造設備）、醫療保健和工業股，這些股票將受到與去碳化、去全球化（如回岸生產）和國防開支增加等的「超級資本開支」週期的影響。

亞太地區

■ 中國 1 月和 2 月的經濟數據略好於普遍預期。工業生產和固定資產投資的增長好於普遍預期，部分原因是多出兩個工作日。零售銷售受惠於春節假期旅遊。如果沒有這些額外的工作日，假期過後，數據的優勢可能會減弱。我們認為，投資者對長期經濟前景的擔憂依然存在。

■ 我們建議以市場比重持有中國股票。在當前的市場條件下，選股和行業部署至關重要。我們認為，與「國企改革」有關的股票，以及高收益股息股票都有吸引力。

■ 日經 225 指數在 30 年後再創新高。這象徵通貨緊縮結束的時刻。儘管日本央行 17 年來首次加息，但日圓仍然疲軟。

■ 我們繼續看好日本股票，並建議增持，原因有以下幾點。2% 的可持續通脹目標指日可待，這將使企業能夠提高價格；來自友商和在岸外包的新投資將為經濟活動提供支撐；由於公司治理改革，股本回報率和股東回報率正在改善；儲蓄率高和工資上漲，國內需求將復甦；日圓疲軟使入境旅遊業強勁；日本個人儲蓄賬戶計劃改革後，流入股市的國內散戶資金將增加。

■ 與其他發達市場相比，MSCI 日本指數的估值仍然不高。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

舞台已經準備就緒

3 月份，在一系列備受期待的政策會議中，全球央行佔據了中心位置，但美聯儲卻一改常態，在很大程度上退居次席。

日本央行率先登場，最終小幅上調利率，自 2016 年初採用負利率政策以來首次回到正利率區間。此外，日本央行還縮減收益率曲線控制計劃，根據該計劃，日本央行之前會進行干預，為長期收益率設定上限——儘管央行官員指出，他們隨時準備在需要時購買主權債券。這只算是一次溫和的加息。但日本央行幾乎是唯一朝著加息方向發展的央行，即使只是溫和的加息，因為其他央行正計劃採取相反措施。

瑞士國家銀行減息令市場措手不及，它是 10 國集團中第 1 家減息的央行，旨在緩解該國貨幣的壓力。雖然瑞士國家銀行是一家規模較小、較為孤立的央行，但英國央行也出人意料地召開了一次鴿派會議。其餘兩位呼籲加息的英國央行官員放棄他們的觀點，這可能為 8 月份的首次減息創造條件。

固定收益觀點

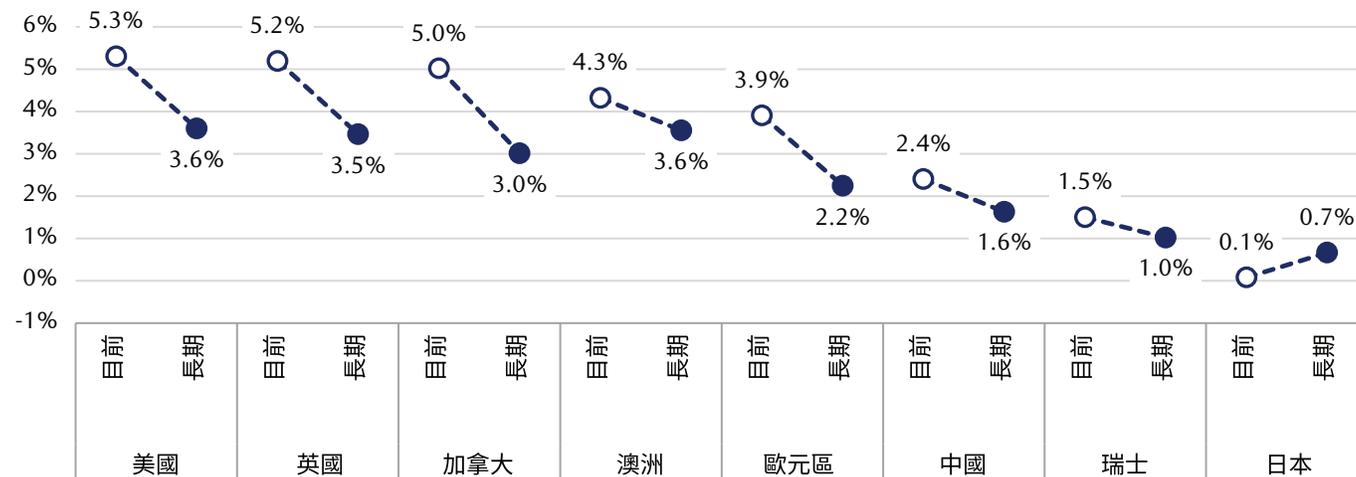
地區	政府債券	公司信貸	存續期
美國	+	-	3-7
加拿大	+	=	3-7
歐洲大陸	+	=	3-7
英國	+	-	3-7

+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

同樣，根據我們的評估，歐洲央行和美聯儲仍有望在 6 月減息。投資者對美聯儲 3 月會議的主要擔憂是，1 月和 2 月美國通脹數據上升，可能會使央行偏離減息軌道。但我們認為，他們在很大程度上傳達了一個信息，即近期的數據很可能只是噪音，並將重點放在迄今為止在通脹方面取得的重重大進展上。

隨著各國央行距離減息越來越近，本輪減息的幅度可能有多大？

當前和市場隱含的未來政策利率



資料來源——RBC 財富管理，彭博；市場隱含的長期政策利率（基於 3 年遠期合約數據）

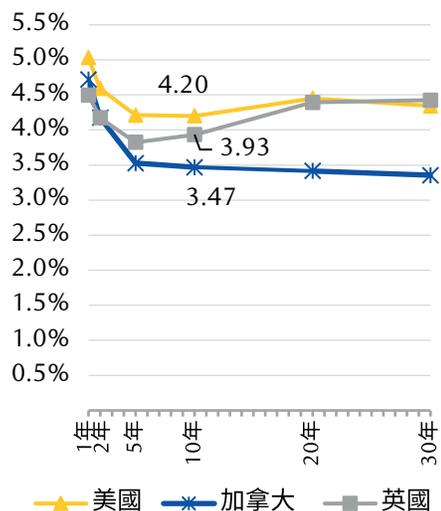
全球固定收益

儘管市場關注的焦點仍然是何時開始減息，但我們認為何時停止減息的問題更重要。美聯儲 3 月的會議突出了這一主題。長期以來，美聯儲一直認為美國經濟的中性利率是 2.5%。但在 3 月，這一預測上升到大約 2.75%。儘管幅度不大，但我們認為這是美聯儲逐步提高其對政策利率可能長期維持較高水平看法的開始。雖然美聯儲認為減息會達 2.75% 左右，但市

場認為可能會接近 3.75%。這也是一個全球主題。上一頁的圖表顯示，市場定價反映在減息週期結束時，主要央行的長期利率水平預計超過 3%。

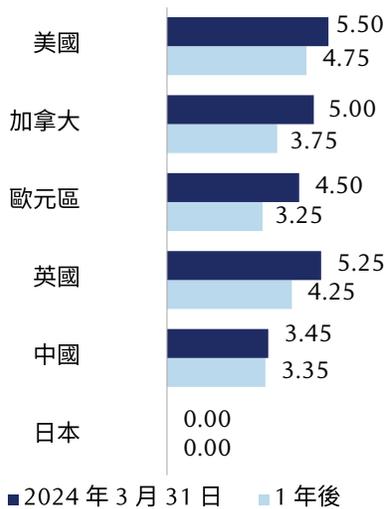
這種提前減息但減息幅度較小的想法，應該會提高本輪主權收益率下降的下限。但由於減息仍在醞釀之中，收益率的上限可能也會隨之降低。

主權收益率曲線



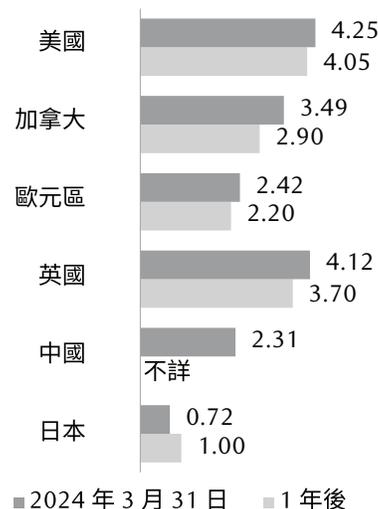
資料來源——彭博；截至 2024 年 3 月 31 日的數據。

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

地區固定收益 觀點

Thomas Garretson

特許財務分析師

美國明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com

Josh Nye

加拿大多倫多

josh.nye@rbc.com

Rufaro Chiriseri

特許財務分析師

英國倫敦

rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡

shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling

新加坡

kennard.ling@rbc.com

美國

- 儘管近期通脹略高於彭博的普遍預期，但美聯儲仍有望最早於今年夏季開始減息，這主要由於過去 1 年在通脹方面取得進展。在 3 月的會議上，聯邦公開市場委員會繼續預計今年將減息 3 次，每次 25 個基點，2025 年也會減息 3 次。
- 雖然近期的焦點主要集中在美聯儲何時開始減息，但我們認為，更重要的是美聯儲在本週期內停止減息的水平。這裡仍然存在相當大的分歧。根據美聯儲 3 月的預測，本週期的利率水平可能在 2.75% 左右；市場預期接近 3.75%；RBC 資本市場則預測 4.00% 以上。
- 如果美聯儲的減息幅度比近期的經濟週期要小，這可能會為長期國庫券收益率設下底線。RBC 資本市場認為，對經濟增長和通脹預期敏感的 10 年期國庫券收益率將從目前的水平逐步上升至 2025 年的 4.30%，與短期利率方向相反。今明兩年

的減息應該會支持更好的經濟前景，並推動更長期的經濟擴張，即使美聯儲減息，也會推動長期收益率上升。

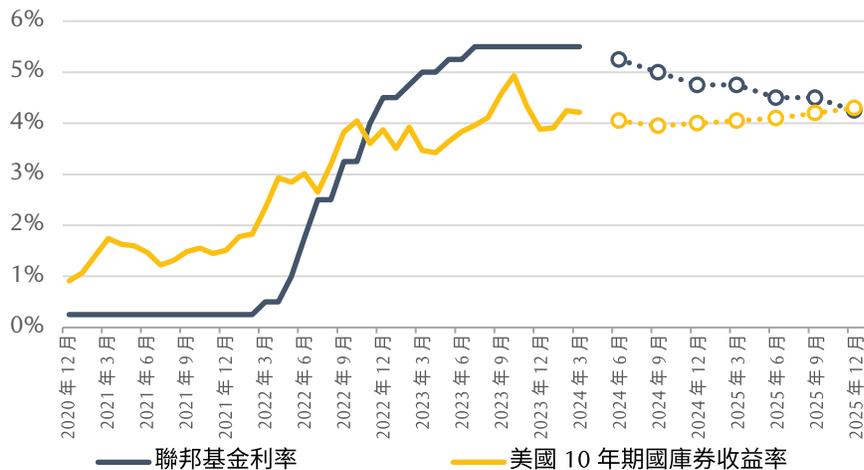
■ 在美聯儲可能減息和經濟樂觀情緒的籠罩下，債市的定價目前處於歷史最高水平。與國庫券收益率相比，公司債券、優先股和市政債券的收益率非常低。絕對收益率仍然具有吸引力，但投資者應該對估值保持警惕。我們將繼續提高投資組合的質量。

加拿大

■ 加拿大經濟正感受到高利率的影響，人均實際 GDP 呈下降趨勢，失業率從週期低點上升近 1 個百分點。通貨膨脹對經濟疲軟的反應一直比較緩慢，但 2024 年首兩個月的消費物價指數卻令人鼓舞。加拿大央行認為，貨幣政策的限制性已經足夠，但還需要更多的時間才能充分發揮作用，使通脹率持續回到 2%。央行表示，現在開始討論減息還為時過早，但我們認

4 可能是底線

RBC 資本市場預測，本輪關鍵利率和收益率可能維持在 4% 以上



註：虛線代表 RBC 資本市場截至 2024 年 3 月的預測。

資料來源——RBC 財富管理、RBC 資本市場、彭博

地區固定收益觀點

為，考慮到近期的通脹數據，減息可能會在年中左右開始。

■ 在貨幣寬鬆週期中，存續期較長的債券通常表現良好；但每次減息的幅度較小，加上長期收益率長期下跌的趨勢結束，令存續期的情況變得不那麼明顯。我們仍然認為，將目前的週期性高收益率鎖定更長時間有一定的價值，如果經濟放緩的幅度超過預期，長期債券的表現可能會更好。

■ 近幾個月，儘管經濟前景仍然充滿挑戰，但信貸息差已比長期平均水平窄。我們對信貸風險更加謹慎，傾向於選擇更高質量的產品，並縮短息差存續期，以減少息差擴大可能帶來的損失。息差收窄為加拿大優先股市場提供支持，我們仍然認為該市場具有良好的中期價值。

歐洲大陸

■ 歐洲央行的下一步貨幣政策措施，將取決於 4 月底的第 1 季工資數據。我們的基本預測是，首次減息在 6 月出現，到年底存款利率將達到 3.25%（市場預測則為 3%）。儘管有跡象顯示歐元區的經濟活動正在觸底反彈，但我們認為長期放緩的風險依然存在。RBC 資本市場預測，歐元區第 1 季經濟增長將持平，第 2 季將小幅回升至按季增長 0.2%。如果經濟惡化，我們預計歐洲央行將採取更多的減稅措施來刺激經濟。相反，如果工資和通脹數據持續上行，央行可能會猶豫是否在 2024 年實施我們目前預測的 75 個基點減息。

■ 我們維持歐元區主權債券的「持平」部署，但短期偏向「看好」。在評級較低的外圍國家中，希臘和西班牙具有投資價值，而對於評級較高的發行商，我們看好愛爾蘭和歐盟。

■ 從 1 年期來看，歐洲整體企業信貸指數的息差很窄，但息差收窄主要由金融企業造成，金融企業約佔該指數的 50%。我們較傾向於非金融企業債券，因為其中大部分行業的息差處於或接近 1 年期區間的頂部，故提供更具吸引力的機會。儘管如此，我們仍然保持謹慎和選擇性，對 3-5 年期公司債券持「持平」立場。

英國

■ 英國央行的說法是，所有「會議都在進行中」，即使開始減息，政策也將「保持限制性」。英國央行行長貝利表示，貨幣政策委員會只需對服務業通脹、工資增長和就業市場繃緊這三個重點領域的進展有「信心」，即可開始減息。並非一定要達到目標。

■ 貨幣政策委員會在放寬政策前還需要考慮一系列通脹和就業數據，因此 5 月似乎為時過早，我們的基本假設是 8 月首次減息。儘管如此，鑑於鷹派在 3 月迅速轉向並隨後改變加息傾向，再加上數據的變化與英國央行的預測背道而馳，我們認為 6 月仍有可能首次減息。市場對 6 月和 8 月減息的概率分別為 50% 和 58%，年底英國基準利率將達到 4.50% 左右。

地區固定收益觀點

■ 儘管財政預算公佈後英國國債發行量增加，但拍賣需求依然強勁，我們維持對英國國債的適度「增持」。信貸息差也未能倖免於高風險資產的「過度亢奮」。它們已經被壓縮，並處於 1 年期區間的底部。在目前的水平上，價格和回報回到平均水平，以及息差擴大的風險很高。因此，我們偏好質量較高的非週期性債券。

亞太地區

■ 自今年年初以來，中國的房地產市場已經轉弱。住房需求持續疲軟，可能會蔓延到大型開發商，這仍然是一個主要問題，儘管他們一直享有較好的信貸聲譽。2 月，倖存的房地產開發商（尚未出現債券違約的開發商）的房地產銷售額平均按年下跌 60%，國家支持的房地產開發商也出現同樣令人擔憂的趨勢。雖然部分減幅可能由於春節的原因，但中國人民銀行最近宣佈下調 5 年期貸款最優惠利率，這是有史以來幅度最大的一次下調，以幫助提高住房支付能力。然而，這不太可能刺激房地產銷售出現轉機。房地產的持續復甦需要市場需求復甦，而需求復甦又需要對房價有樂觀的看法。由於房地產價格持續下跌，這一點仍然難以實現。

■ 令人欣慰的是，亞洲信貸基本面受到的損害，主要集中在中國房地產等行業。我們認為今年內情況可能依然如此。我們對亞洲其他信貸領域有更樂觀的看法，並預計淨贖回強勁和信貸狀況改善將繼續支撐信貸息差。

商品

Matt Altro

加拿大多倫多

matt.altro@rbc.com

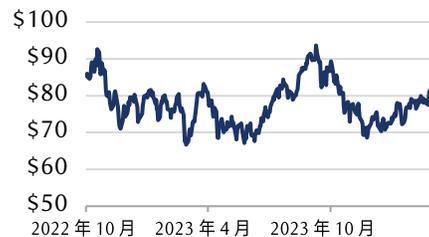
商品預測

商品	2024年 (估計)	2025年 (估計)
石油 (美國原油每桶\$)	79	75
天然氣 (每100萬BTU\$)	2.93	3.48
黃金 (每盎司\$)	2,020	2,140
銅 (每磅\$)	4.25	4.50
大豆 (每蒲式耳\$)	12.80	13.00
小麥 (每蒲式耳\$)	6.15	6.15

資料來源——RBC 資本市場預測 (石油、天然氣、黃金和銅)、彭博普遍預測 (大豆和小麥)；截至 2024 年 3 月 21 日的數據

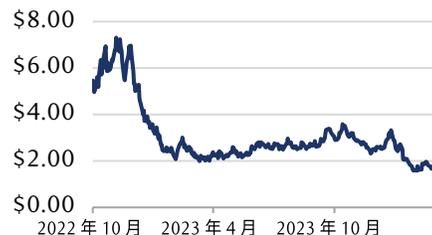
原油

2024 年初，中國原油進口量不溫不火，但 3 月大幅上升，創下 12 月以來最強勁的進口量。我們認為，中國經濟穩定性改善和美國經濟軟著陸機會上升，將為全球原油價格帶來上行空間。RBC 資本市場預計 2024 年原油市場將達到平衡。



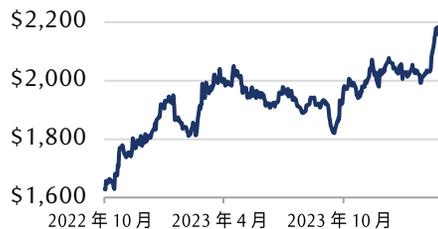
天然氣

過去 1 年天然氣價格下跌了 25% 以上。有些生產商指出要減產，這將有助於解決美國現有的庫存問題，因為美國的庫存仍高於 5 年平均水平。此外，據 RBC 資本市場稱，夏季可能比預期溫暖，這可能會推動需求，成為短期價格的催化劑。



黃金

年初至今金價上漲，主要由於各國央行對黃金需求強勁，推動全球淨購買量接近 2022 年的紀錄。此外，RBC 經濟研究部認為利率已見頂，並預計 2024 年下半年將會下降。整體而言，由於黃金與實際利率呈負關聯性，這會支撐金價上漲。



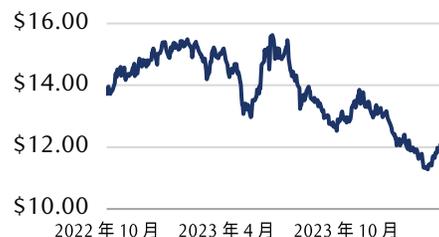
銅

銅價已從 1 年低點反彈，但仍低於 2022 年的高位。反彈的部分原因是全球供應趨緊，這應該會支撐短期價格。我們相信美元回落和中國經濟數據改善，可能成為年結餘的催化劑。



大豆

巴西天氣條件不利和出口需求增加，為 2023/24 的全球期末庫存帶來下行壓力。雖然庫存已經減少，但仍是自 1970 年以來的第 2 大存量。美國農業部估計對中國的進口量會增加，我們相信這應該會為現在到年底前的大豆價格提供強勁支撐。



小麥

美國農業部對全球小麥的展望是供應和消耗均會增加。儘管由於全球產量增加，最近估計產量將接近紀錄水平，但由於預測全球消耗增加，期末庫存可能仍將處於多年來的低點。我們認為這應該會支撐小麥價格年底上漲。



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3月預測	變化
主要貨幣			
美元指數	104.00	102.89	-1%
加元／美元	0.74	0.76	3%
美元／加元	1.35	1.31	-3%
歐元／美元	1.08	1.10	2%
英鎊／美元	1.27	1.24	-2%
美元／瑞士法郎	0.89	0.95	7%
美元／日圓	150.00	146.0	-3%
澳元／美元	0.65	0.68	5%
歐元／日圓	163.00	161.0	-1%
歐元／英鎊	0.86	0.89	4%
歐元／瑞士法郎	0.96	1.04	8%
新興市場貨幣			
美元／人民幣	7.20	7.15	-1%
美元／新加坡元	1.34	1.32	-1%

變化的定義是「貨幣對」報價中第 1 種貨幣的隱含升值或貶值。

資料來源——RBC 資本市場預測、彭博

美元：窄幅上落但偏向上行

由於投資者降低對美聯儲提前減息的預期，美元在 2024 年首兩個月上漲。3 月初，就業市場疲軟削弱美元，但 3 月中旬的費物價指數顯示通脹仍維持黏性，美元出現反彈。我們預計第 2 季美元指數會在最近的 102-105 區間內起落，並傾向於在上半年末處於該區間的上部。

歐元：歐洲央行可能在 6 月減息

歐元區經濟數據改善，似乎減弱了許多市場觀察家在 2024 年初所持的一些看跌觀點。RBC 經濟研究部預計歐洲央行和美聯儲將在 6 月減息，歐元／美元匯率將維持在 1.07-1.11 的中性區間。

加元：在 1.35 左右的區間起落

加拿大央行 3 月的政策會議並沒有令人意外，隔夜利率仍維持在 5%（儘管加拿大 1 月通脹率放緩幅度超出加拿大央行預期）。RBC 資本市場策略師預計，美元／加元匯率波動區間為 1.31-1.36，美元的廣泛動向將是影響該對貨幣走勢的主要因素，我們相信美元／加元匯率在第 2 季將呈橫向交易。

英鎊：英國央行將在美聯儲之後減息

到目前為止，英鎊是 10 國集團貨幣中第 1 季表現最好的貨幣，這得益於英國 1 月經濟數據意外利好。RBC 經濟研究部預計英國央行將於 8 月開始減息，比預期美聯儲減息的時間要晚，這可能會為英鎊／美元帶來一些支撐。然而，RBC 資本市場指出，英鎊很容易受到英國經濟數據惡化的影響，最近英國經濟數據好壞參半，預計英鎊／美元將在年底前回落至 1.24 水平。

日圓：由於息差而走弱

日本央行在 3 月的會議上結束負利率政策，將政策利率幅度從 -0.1% 上調至 0% 至 0.1%。儘管這是 17 年來的首次加息，但日本央行官員承諾將繼續根據需要購買長期政府債券。我們預計，在美國和日本債券收益率差異較大的支撐下，美元／日圓在第 4 季結束前將處於 150 左右的水平。

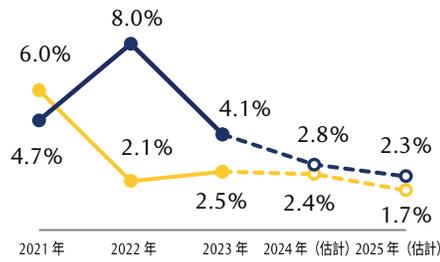
由於投資者對美聯儲提前減息的可能性有不同意見，美元指數在 2024 年第 1 季初上漲



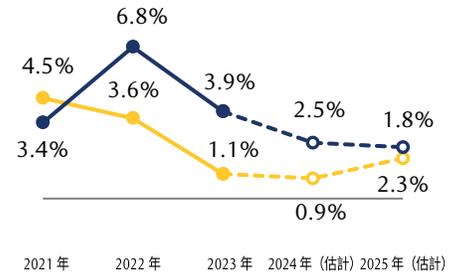
資料來源——彭博、RBC 財富管理；截至2024年3月19日的數據

主要 預測

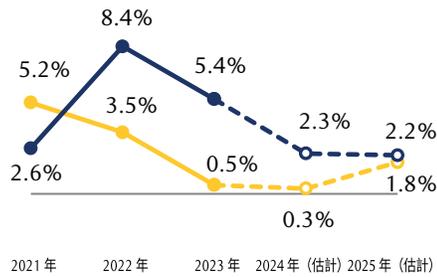
美國



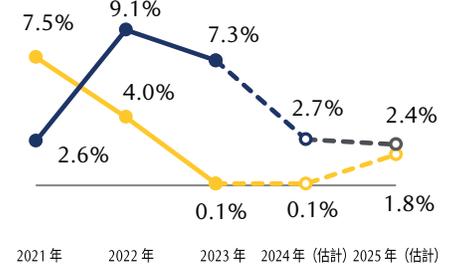
加拿大



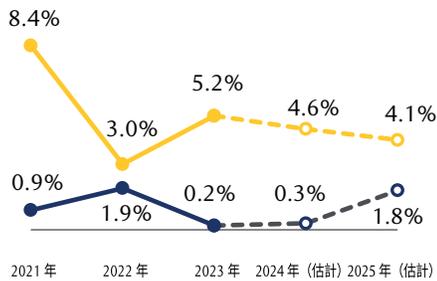
歐元區



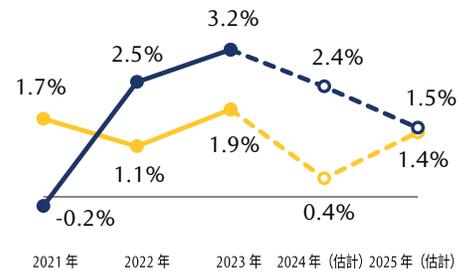
英國



中國



日本



—●— 實際 GDP 增長率

—●— 通脹率

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

市場成績表

截至2024年3月31日的數據

股票

3 月全球指數全面強勁上漲，但巴西指數除外，該指數下跌 0.7%，年初至今已下跌 4.5%。富時全股指數和歐元 STOXX 50 指數漲幅最大，均上漲 4.2%。

債券收益率

3 月主權債券收益率有所下降，但目前的水平與 1 年前相比仍處於較高水平。

商品

持續的通脹擔憂推高商品價格，但天然氣除外，價格下跌 5.2%。

貨幣

3 月美元指數上漲 0.3%。美元兌加元和墨西哥比索均下跌，加元和墨西哥比索兌美元的匯率分別上漲 0.3% 和 2.9%。

股票回報不包括股息（巴西指數除外）。股票表現和債券收益率以當地貨幣計算。美元指數衡量美元兌 6 種主要貨幣的匯率。貨幣匯率反映市場慣例（加元兌美元除外）。貨幣回報以每對中的第 1 種貨幣報價。

舉例說明如何解釋貨幣數據：加元／美元 0.73，表示 1 加元可兌換 0.73 美元。加元／美元回報率 -0.2%，表示加元兌美元在過去 12 個月中下跌 2.2%。美元／日圓 151.35，表示 1 美元可兌換 151.35 日圓。美元／日圓回報率 13.9%，表示美元兌日圓在過去 12 個月中上升 13.9%。

資料來源——RBC 財富管理、RBC 資本市場

指數（當地貨幣）	水平	1 個月	年初至今	12 個月
標普 500 指數	5,254.35	3.1%	10.2%	27.9%
道瓊斯工業平均指數	39,807.37	2.1%	5.6%	19.6%
納斯達克指數	16,379.46	1.8%	9.1%	34.0
羅素 2000 指數	2,124.55	3.4%	4.8%	17.9%
標普／多倫多綜合指數	22,167.03	3.8%	5.8%	10.3%
富時全股指數	4,338.05	4.2%	2.5%	4.3%
STOXX 歐洲 600 指數	512.67	3.7%	7.0%	12.0%
歐元 STOXX 50 指數	5,083.42	4.2%	12.4%	17.8%
恒生指數	16,541.42	0.2%	-3.0%	-18.9%
上證綜合指數	3,041.17	0.9%	2.2%	-7.1%
日經 225 指數	40,369.44	3.1%	20.6%	44.0%
印度指數	73,651.35	1.6%	2.0%	24.9%
新加坡海峽時報指數	3,224.01	2.6%	-0.5%	-1.1%
巴西指數	128,106.10	-0.7%	-4.5%	25.7%
墨西哥指數	57,369.01	3.5%	0.0%	6.4%

債券收益率	2024年 3月31日	2024年 2月29日	2023年 3月31日	12 個月變化
美國 2 年期國庫券	4.620%	4.619%	4.025%	0.59%
美國 10 年期國庫券	4.200%	4.250%	3.468%	0.73%
加拿大 2 年期債券	4.176%	4.182%	3.737%	0.44%
加拿大 10 年期債券	3.468%	3.490%	2.897%	0.57%
英國 2 年期債券	4.172%	4.302%	3.444%	0.73%
英國 10 年期債券	3.933%	4.124%	3.490%	0.44%
德國 2 年期債券	2.849%	2.901%	2.683%	0.17%
德國 10 年期債券	2.298%	2.411%	2.292%	0.01%

商品（美元）	價格	1 個月	年初至今	12 個月
黃金（現貨每盎司\$）	2,229.87	9.1%	8.1%	13.2%
白銀（現貨每盎司\$）	24.96	10.1%	4.9%	3.6%
銅（每公噸\$）	7,886.00	4.3%	3.6%	-2.6%
石油（美國原油現貨每桶\$）	83.17	6.3%	16.1%	9.9%
石油（歐洲原油現貨每桶\$）	87.48	4.6%	13.6%	9.7%
天然氣（每100萬BTU\$）	1.76	-5.2%	-29.9%	-20.4%
農業指數	386.05	3.9%	-0.2%	-16.1%

貨幣	匯率	1 個月	年初至今	12 個月
美元指數	104.4870	0.3%	3.1%	1.9%
加元／美元	0.7386	0.3%	-2.2%	-0.2%
美元／加元	1.3540	-0.3%	2.2%	0.2%
歐元／美元	1.0790	-0.1%	-2.3%	-0.5%
英鎊／美元	1.2623	0.0%	-0.8%	2.3%
澳元／美元	0.6521	0.4%	-4.3%	-2.5%
美元／日圓	151.3500	0.9%	7.3%	13.9%
歐元／日圓	163.3000	0.8%	4.9%	13.3%
歐元／英鎊	0.8549	-0.1%	-1.4%	-2.7%
歐元／瑞士法郎	0.9731	1.8%	4.8%	-1.9%
美元／新加坡元	1.3493	0.3%	2.2%	1.4%
美元／人民幣	7.2224	0.5%	1.7%	5.1%
美元／墨西哥比索	16.5586	-2.9%	-2.4%	-8.2%
美元／巴西雷亞爾	5.0141	0.9%	3.2%	-1.0%

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）——投資組合經理，多元資產策略，RBC 多美年證券有限公司

《全球透視》的其他作者

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

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 多美年證券有限公司

Jasmine Duan——高級投資策略師，加拿大皇家銀行（香港分行）

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

Kennard Ling——固定收益專家，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Shawn Sim——固定收益主管，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

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

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

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	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]	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