

# 全球 透视



Wealth  
Management  
财富管理

全球投资组合顾问委员会的观点

2024 年 5 月

## 利率情绪波动

随着时间的推移和季节的变化，市场对一些央行的减息预期也在发生变化。我们将解释投资者应如何应对。

Thomas Garretson  
(特许财务分析师) | 第 4 页

### 本期其他内容



全球股票  
进两步，退一步？



美国兴衰记分卡  
不舒适区？



主要预测

制作：东岸时间 2024 年 5 月 7 日下午 4:29；刊出：东岸时间 2024 年 5 月 8 日下午 2:00

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 17 页](#)。

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 每月焦点：利率情绪波动

4 月带来阵阵春雨，也带来对减息预期的调整。本文分析这些调整的内容和原因，并解释投资者应该如何应对。

### 9 全球股票：进两步，退一步？

货币政策不确定性的延长，意味着始于 4 月初的回落很可能还会继续。尽管如此，股市的长期上行趋势可能尚未结束。我们主张对投资组合管理采取警惕、谨慎的态度。

### 12 美国兴衰记分卡：不舒适区？

几个月来，我们的“美国兴衰记分卡”评级一直没有变化；不过，符合经济衰退的一项先决条件正在酝酿中，但尚未得到确认。根据这些指标可能出现的走势预测，美国在今年稍后进入衰退的可能性越来越大。

---

## 市场方面

3 RBC 的投资立场

9 全球股票

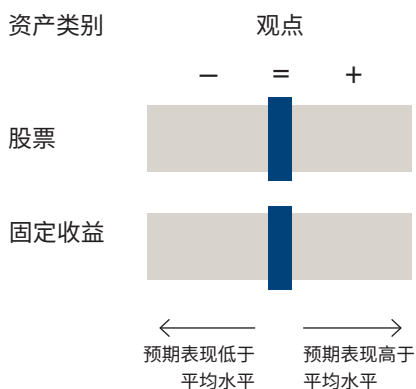
11 全球固定收益

12 美国兴衰记分卡

15 主要预测

## 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

- 调整投资组合中的股票配置仍然是一项平衡操作。一方面, 由于大多数行业的盈利增长预测良好, 我们看到主要股票市场的上行潜力。尽管美国大型企业估值偏高, 但熊市的一些常见先兆尚未显现, 例如投资者情绪高涨和市场广度下降。
- 但我们认为, 投资组合应考虑到这一特殊时期带来的经济风险。疫情期间, 央行推出大量刺激措施; 现时, 发达经济体仍在适应这高息的情况。美国第 1 季的通胀高于预期, GDP 增长疲软, 这些都提醒我们, 不利因素仍在持续。一些领先经济指标仍然闪着黄色或红色警号。
- 我们建议对美国 and 全球股票维持市场比重, 以平衡风险与美国经济保持韧力的可能性。我们的投资组合会偏向优质股票。

### 固定收益

- 2024 年迄今, 全球债券收益率一直在波动, 彭博全球综合债券指数的平均收益率今年达到 4.0% 的新高, 但仍低于 2023 年 4.4% 的峰值。全球通胀压力持续缓解, 但最近进展停滞令人担忧, 减低市场对近期减息的预期; 然而, 人们仍普遍预期大多数主要央行将在今年夏天温和减息, 美联储将在今年稍后跟进。收益率从 2023 年底的高点大幅回落, 但仍远高于过去 20 年的平均水平, 所以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平均水平的环境下, 我们仍然将美国固定收益维持在市场比重。虽然美国的经济风险已经下降, 但全球经济衰退的风险仍然很高, 债券估值仍然很高。因此, 我们大体上继续看淡公司债券, 并略为偏向政府债券。

每月  
焦点**Thomas Garretson**

特许财务分析师

美国明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com

# 利率情绪波动

4 月带来阵阵春雨，也带来对减息预期的调整。本文分析这些调整的内容和原因，并解释投资者应该如何应对。

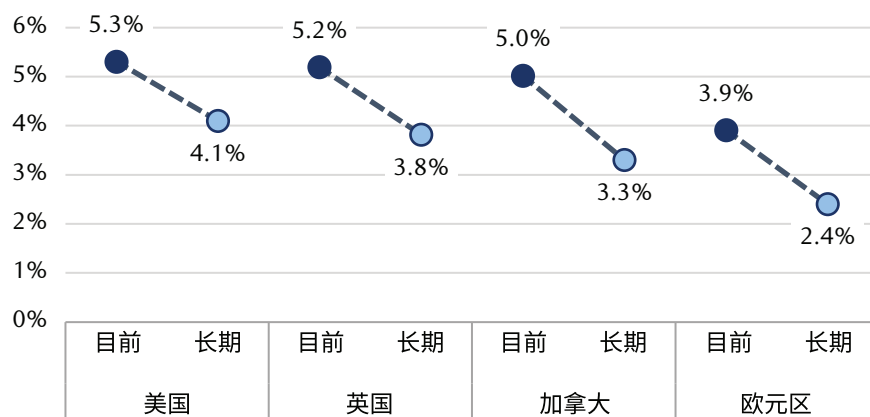
## 重点

- 年初，市场预期央行会有多次减息，但现在则预期减息次数将会减少，而全球主要央行之间的分歧也日益加大。
- 美联储可能已从领跑者变为落后者，因为它可能是最后一个放宽政策利率的央行。这将对国内和全球产生影响。
- 虽然减息前景仍不稳定，但重启加息周期的可能性仍然很小。但最近对前景的重新定价可能会给债券投资者带来另一个机会。

在 4 大央行中（美联储、欧洲央行、英国央行和加拿大央行），欧洲央行最后一次加息是在 2023 年 9 月。其他央行自去年夏天以来一直按兵不动。但由于债券收益率再次大幅上升，如果投资者认为加息周期仍会持续也是正常思路。

今年 1 月，市场一度认为美联储将在 2024 年减息近 7 次，从而将利率从 5.50% 一路减至 3.75%。全球的情况也类似，市场预期会有大幅减息。不过，现在市场的预期出现急剧逆转，大家预期美联储今年只会减息 2 次，而且至少在未来 3 年内不会将利率降至 4.00% 以下。

随着各国央行越来越接近减息，市场预计未来几年的减息幅度将较小



注：以 3 年期远期合约数据为基础的市场隐含长期政策利率。

资料来源——RBC 财富管理、彭博；截至 2024 年 4 月 16 日数据

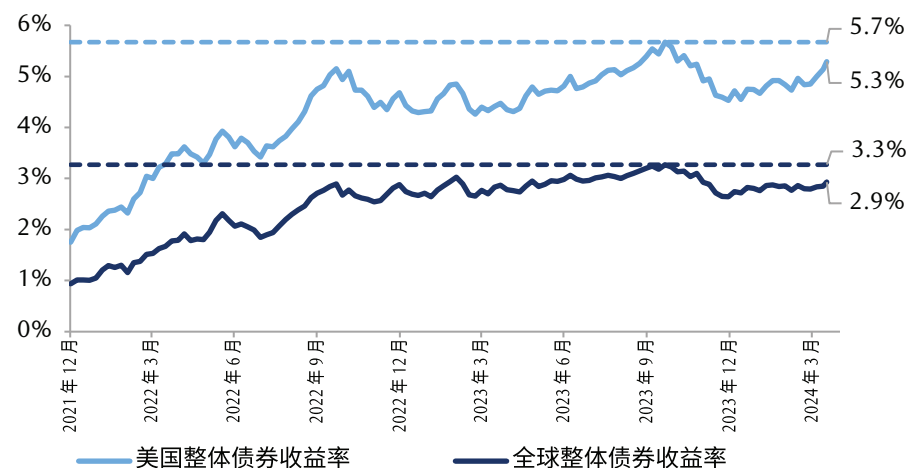
## 利率情绪波动

如上页图表所示，这种认为任何减息周期都将会是浅层次减息的观点，已经渗透到央行各个减息阶段。未来几年零利率甚至负利率政策的日子似乎一去不复返了。

### 市场情绪波动

毫无疑问，通货膨胀是问题的核心。2023 年下半年，美国和全球的通胀压力都在减弱，再加上各国央行发表的鸽派评论，推动债券收益率大幅走低。但随着 2024 年年初至今的通胀未能显示出进一步改善，尤其是在美国，市场情绪出现逆转。如下图所示，债券收益率在去年 12 月跌至数月低点后，现在有可能重新测试去年秋天创下的十多年高点。

#### 美国及全球债券收益率可能重试多年高位



资料来源——RBC 财富管理、彭博美国整体债券指数、彭博全球整体债券指数（不含美元债券指数）；截至 2024 年 4 月 16 日的日期

### 重新思考前景

重新考虑利率前景的不仅有交易商，还有分析师。例如，RBC 资本市场在 4 月就对其利率预测进行了多次调整。美联储先前被认为会领先减息，现在则可能落后。

#### 美联储（当前政策利率区间：5.25% 至 5.50%）

- **RBC 资本市场先前预测：**今年减息 3 次，从 6 月开始将利率降至 4.50% 至 4.75% 之间，2025 年再减息 2 次，将利率降至 4.00% 至 4.25% 之间。
- **最新预测：**今年仅减息 1 次，12 月的利率在 5.00% 至 5.25% 之间，2025 年再减息 2 次，利率在 4.50% 至 4.75% 之间。
- **为什么会有这样的变化？**最近的通胀数据高于预期，这很可能不会让美联储“更有信心”地认为通胀率在向 2% 迈进，从而在 6 月或 7 月之前开始减息。不过，尽管 RBC 资本市场预计通胀不会出现实质性加速，但今年秋季的总统大选可能会让美联储有理由避免在 9 月或 11 月的会议上启动减息进程，这实际上使 12 月开始减息成为唯一的选择。

## 利率情绪波动

RBC 认为 2025 年只会有一次减息，我们也承认这具有很大的不确定性，但其前提是，如果到今年 12 月美国经济仍像迄今为止那样蓬勃发展，那么多次“保险性减息”的理由就很难成立了。

### 欧洲央银（当前政策利率：4.00%）

- **RBC 资本市场预测不变：**6 月首次减息，今年再减息 2 次至 3.25%，2025 年再减息 3 次至 2.50%
- **为什么预测不变？** 欧洲央行已发出最明确的信号，表示将继续朝着 6 月减息的方向前进。虽然最近几个月通胀率持续走高，但经济增长势头一直在放缓，而工资压力的减缓很快就会拖低通胀率。

### 英国央行（当前政策利率：5.25%）

- **RBC 资本市场先前预测：**8 月首次减息，今年再减息 3 次至 4.25%，2025 年再减息 2 次至 3.75%
- **最新预测：**8 月首次减息，但今年只再减息 1 次，降至 4.75%，2025 年再减息 2 次，降至 4.25%
- **为什么会有这样的变化？** 虽然央行官员的言论仍以减息为导向，但最近的数据显示，经济复苏比英国央行和 RBC 资本市场预期的更早和更强劲，这有理由让今年的减息幅度较小。

### 加拿大央行（当前政策利率：5.00%）

- **RBC 资本市场预测不变：**6 月首次减息，今年再减息 3 次至 4.00%，2025 年再减息 4 次至 3.00%
- **为什么预测不变？** 我们认为，在经济前景不明朗、就业市场状况持续恶化（失业率较疫情后低点上升 1.3 个百分点）的情况下，加拿大央行最容易提出减息理由。

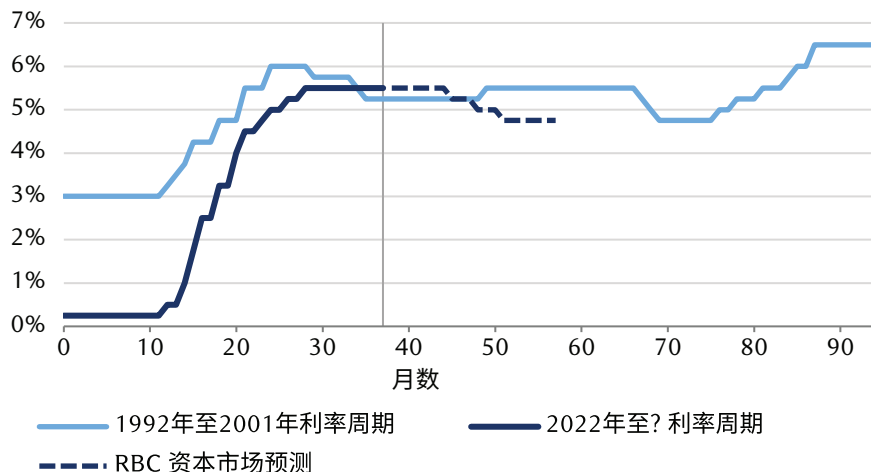
## 90年代的加息周期

RBC 资本市场修订对美联储的预测，最重要的一个因素是 1990 年代的经济经历。这一时期长期以来一直被视为美联储政策制定的黄金标准。在 1990 年代初期，美联储为抑制通胀而进行的一系列加息，之后只是在中期实施了几次“保险性减息”，经济继续运行到 2000 年代初，这主要由科技繁荣推动，这听起来应该很熟悉。

## 利率情绪波动

正如下图所示，RBC 资本市场的展望反映了未来类似的 75 个基点的宽松政策。但未来几年是否还会恢复加息，还有待观察。这将是美联储真正实现经济软着陆的一个极为罕见的例子，也就是说，在不引发经济衰退的情况下积极加息。

### RBC 对美联储减息前景的调整，反映与 1990 年代经济周期的相似性



注：图表从每个加息周期首次加息前 12 个月开始。

资料来源——RBC 财富管理、彭博；截至 2024 年 4 月 16 日的数据

### 何事，为何，如何？

这就是央行调整减息前景的“何事”和“为何”，但投资者应该“如何”应对呢？新一轮收益率上升让投资者和交易商再次想知道抛售何时停止，以及何时应该进场。在 RBC 看来，我们正在接近这一点。市场很容易从一个极端走向另一个极端，即从年初预测的太多次减息，变成现在预测的太少次减息。

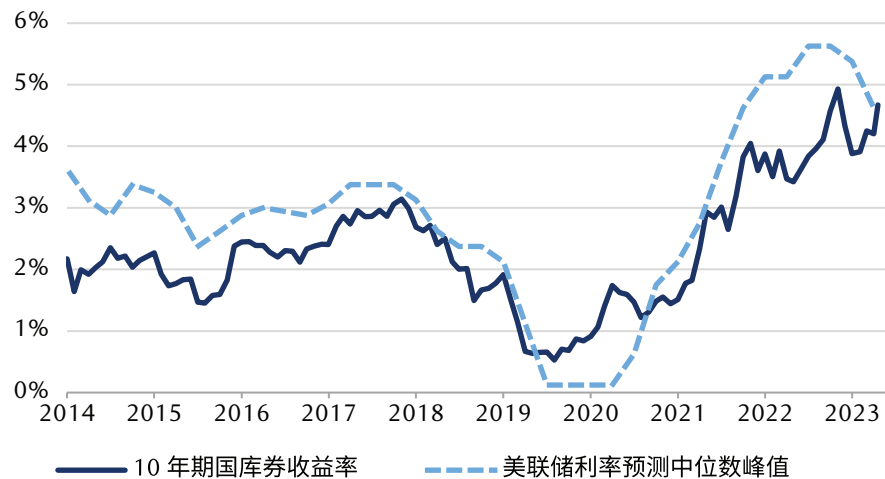
对美联储来说，恢复加息的门槛非常高，当然对大多数央行来说也是如此，因此，美联储 3 月会议的利率指引仍应作为收益率上升幅度的合理指标。下一页图表显示 10 年期国库券收益率与美联储在《经济预测摘要》中预测的未来几年政策利率峰值的相对位置。2024 年开始，收益率再次大幅上升，之后还能上升多少？

在 3 月的会议上，美联储的预测中值显示，今年政策利率将下调 3 次，至 4.63%，大致相当于目前 10 年期国库券收益率的水平。但如果 RBC 资本市场的预测正确，美联储只下调 1 次至 5.13% 的中间点，那么 10 年期国库券收益率就有可能走高并接近这一水平。这一区间——约为 4.6% 至 5.1%——构成了我们对 10 年期国

## 利率情绪波动

### 触及上限？

10 年期美国国库券收益率可能维持在美联储利率指引以下



注：显示美联储 1 至 3 年期利率预测的最高水平。

资料来源——RBC 财富管理、彭博、美联储；截至 2024 年 4 月 16 日的的数据

库券收益率的近期目标水平，然后将在年底前开始回落至 4.30%，正如 RBC 资本市场目前预测的那样。这种相对于央行政策利率预期的收益率思考框架，在全球范围内也应该大致适用。

对于美国投资者来说，我们现在建议在 2024 年逐步退出现金及/或短期债券，转而投资于期限较长的债券，但对于全球投资者来说，由于其他央行将提前减息，因此退出的步伐可能要更快。



## 全球 股票



**Jim Allworth**

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

# 进两步，退一步？

到 2024 年 4 月，大多数主要股市都创下历史新高，中国除外。股市在最初冲上新高后，往往会回落至突破点，这也是股市攀登新高的“进两步，退一步”模式。这样的停顿一直持续到 4 月底，可能还没有结束。

这一次回落的催化剂，来自市场在第 1 季末对美联储下一步走向和时间的看法的另一个大转变。在第 1 季，投资者满怀信心地预测美联储将在 5 月首次减息，作为年底前一系列减息的前奏。但随后，3 月美国通胀上升了零点几个百分点，就业情况也强于预期，将这一预测打入了谷底。

市场将对美联储首次减息的预期推至下半年，并大幅缩减对后续减息的预期。一些评论员质疑是否需要再次加息而不是减息。10 年期国库券收益率反其道而行，回升 75 个基点，令市场震惊。

到 4 月底，就业报告弱于市场预期，失业率上升 0.1%，以及美联储 5 月会议后新闻稿中的几句话，均使利率政策预期变回“悬而未决”。

这将标志着在过去 12 个月中，投资者对美联储启动宽松周期的希望至少出现第 4 次 180 度大转弯。很难想象，在这期间有多少脑力、墨水和屏幕时间被用来报道、解释和所谓的分析这一切。我脑海中浮现的是一张张写满小字的纸，首尾相接地绕着地球转了一圈。

### 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

以下是我们所知道的：

美联储尚未减息。货币条件仍然紧缩，或者用美国最大银行之一的首席执行官的话说，“非常紧缩”。（收益率曲线倒挂至今已 22 个月，而且还在继续。）

我们认为，即使美联储在 6 月减息，对经济的影响也不会 在 2025 年之前完全显现。可以说，美国经济以及发达国家和新兴国家的大部分地区仍在应对 / 消化去年上半年实施的加息。

这是否意味着美国经济衰退不可避免？不，但我们认为这确实意味着即使下个月开始减息，美国经济的脆弱期仍将持续。在过去的 10 次衰退中，有 8 次在衰退开始前美联储就已经在削减政策利率。

## 全球股票

而美联储的首次减息即使到来，也不大会使人们对货币政策的普遍预期更加明确。这是“减一次就停”吗？距离下一次减息还有多久？美联储将减息多少次？央行官员是否等得太久？他们是否行动过早？美联储政策是否会受到 11 月美国总统大选的影响？您不会有一个清晰的图画。

货币政策不确定性的延长对股市有什么影响？首先，我们认为这意味着始于 4 月初的回落/整固很可能还会继续。债券收益率的急剧回升似乎是股市最近一次回落的罪魁祸首，不排除 10 年期国库券收益率全面再测试 2023 年 10 月高点近 5% 的可能性。

尽管如此，股市这次回落只不过是长期上行趋势中的暂时歇息而已，这一上行趋势早在 2022 年秋季就已开始，在我们看来，目前尚未结束。

标普 500 指数第 1 季的指数盈利收益率按季增长 4%，足以让全年预期 \$244（按年增长 10%）看起来合理。此外，尽管小型企业的调查显示前景并不那么乐观，但大型企业的业务指引仍大多保持积极态度。同时，投资者对人工智能的热情继续为 2025 年及以后的预期增添光彩。

未来几个月，我们仍将期待更多新高，但经济和盈利形势需要保持稳定，才能使这一前景变得可行。标普 500 指数在 3 月底达到顶峰，最新 12 个月市盈率为 23 倍，今年的普遍预期为 21.5 倍，已经为至少 2 次美联储减息“付出代价”。我们认为，从这里开始创下的新高将意味着愿意付出更多。

如果美联储采取一系列减息措施反映通胀正向 2% 下降，而美国经济的表现并不比暂时性的放缓更糟，那么标普 500 指数和其他大型企业指数可能会在一段时间内继续创新高，偶尔或会出现调整或整固。

但是，如果减息被投资者视为对更严重的经济衰退的紧急反应，那么股市可能会进入一个更具挑战性的阶段。

市场广度与大型企业股平均水平同步上升，这一事实说服我们目前继续持有股票。但是，由于市盈率已经从很高的水平不断攀升，股市又创出了新高，这就要求我们在管理投资组合时保持警惕和谨慎。

# 全球 固定收益

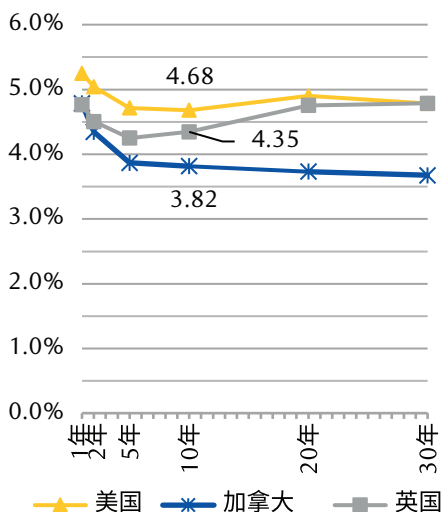
年初，市场预期央行会有多次减息，但现在则预期减息次数将会减少，而全球主要央行之间的分歧也日益加大。虽然减息前景仍不明朗，但重启加息周期的可能性仍然很小。但最近对前景的重新定价可能会给债券投资者带来另一个机会。有关我们的观点，请参阅本月焦点文章，[《利率情绪波动》](#)。

## 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

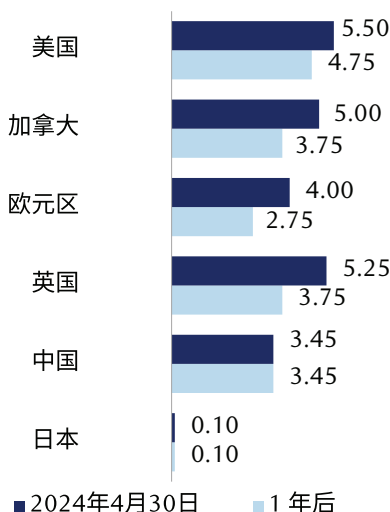
+ 看好; = 持平; - 看淡  
资料来源——RBC 财富管理

主权收益率曲线



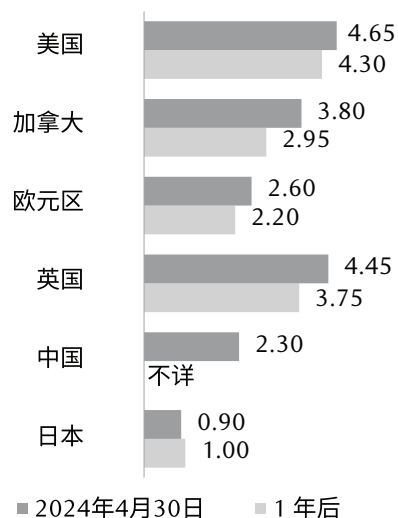
资料来源——彭博; 截至 2024 年 4 月 30 日的数据

央行利率 (%)



资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场预测、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

10 年期利率 (%)



注：欧元区以德国债券为代表。  
资料来源——RBC 投资策略委员会、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

## 美国兴衰 记分卡

# 不舒适区？

几个月来，我们的“美国兴衰记分卡”评级一直没有变化；不过，有一项因素正在酝酿变化，但尚未得到确认。如果该因素（见下面“记分卡”的《联邦基金利率相对名义 GDP 增长》）出现变化，那么整体评级将处于尴尬的平衡状态：3 个评级认为美国经济衰退可能在几个月内到来，2 个评级继续为经济扩张开绿灯，还有 2 个评级处于中性。

从某种意义上说，“普遍预期”已经到了一个重要的时机：平均而言，经济衰退会在美联储首次加息 25 个月后出现——也就是上个月，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。

美国经济兴衰的两个最可靠的领先指标完全在负数栏。虽然两者（根据平均数）都表明去年夏天是经济衰退的开始，但过往也有延后出现衰退的情况。必须注意的是，经济衰退的正式开始日期可能要在衰退发生后数月或数季才公布。因此软着陆与硬着陆的争论在相当长的一段时间内都不会有定论。

### 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，在随后一年的大部分时间，负息差进一步扩大，在 2023 年 6 月扩至最阔。根据该指标进入负值后的平均纪录显示，美国经济在去年夏末就已陷入衰退。然而，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，而最长可达 23 个月。

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 2 月 5 日发表）连续 7 季传达的信息也强调这点。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、消费分期贷款、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	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	✓		
美国经济评议会领先经济指数			✓
非金融业自由现金流	✓		
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		✓	

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。之后，息差已大幅收窄至仅 55 个基点，表明正处于“去倒挂”期。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。

### 美国经济评议会领先经济指数

该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，在兴衰记分卡上转为红色一栏。截至 2024 年 4 月的报告，该指标在之前的 23 个月中有 22 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 月创下最新最低点后，该系列稳步上升（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（黄色），尽管新订单部分本身仍然是决定性的负值。新订单读数最终在 2024 年 1 月达到扩张区间。它在零线附近波动了 3 个月，促使我们将该指标评级保留为黄色。

### 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。迄今为止，在这几个月中还没有出现过更低的读数，因此这一指标的历史表明，经济衰退最早可能在今年夏天开始。

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。在等待这种转变得到证实或申领再次减少时，我们暂时将该指标的状态保持在黄色区域。

### 失业率

失业率在去年 4 月创下 3.4% 的周期低点，2 月跃升至 3.9%。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

### 非金融业自由现金流

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 2023 年第 4 季度，这些现金流远未达到负交叉点。第 1 季的数据要到 6 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 是指剔除通胀的 GDP。）自 2020 年第 4 季创下

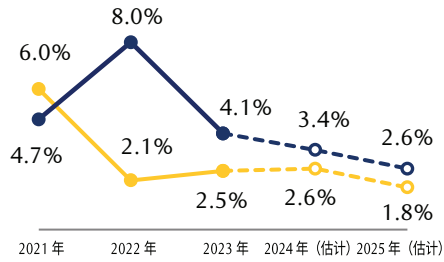
23% 的疫后重启高点以来，GDP 推算率一直在下降。到去年年底，该增长率已降至 6.7%，仍高于 5.50% 的联邦基金利率。然而，现在公布的第 1 季 GDP 初值显示，6 个月名义 GDP 增长率为 4.9%，已低于联邦基金利率，满足了经济衰退的这一历史先决条件。我们正在等待 5 月下旬公布的第 1 季 GDP 第 2 次估计值的确认，然后再改变我们的“记分卡”评级。

### 展望未来

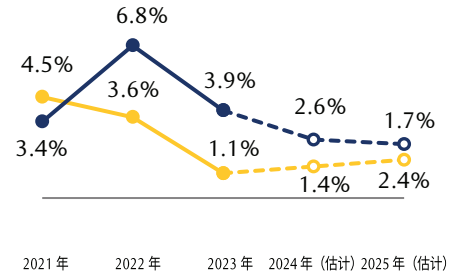
权衡所有 7 项指标的当前状况及预测其走势后，我们认为美国在今年稍后步入衰退的可能性越来越大。

# 主要 预测

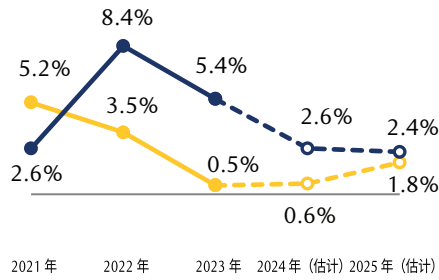
## 美国



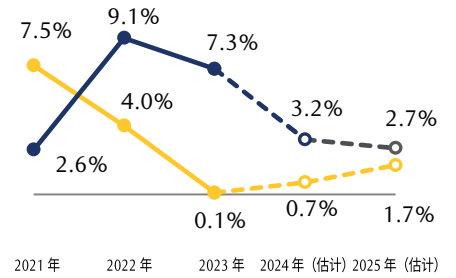
## 加拿大



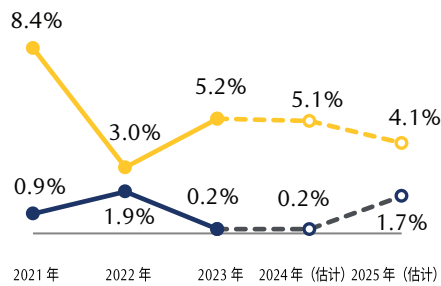
## 欧元区



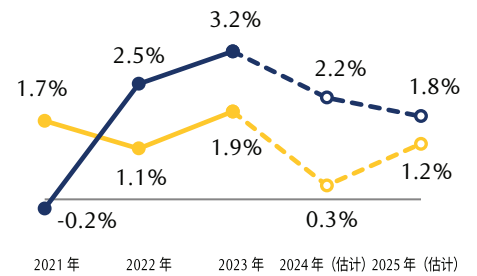
## 英国



## 中国



## 日本



—●— 实际 GDP 增长率

—●— 通胀率

资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理、彭博普遍预测。

# 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，美国 RBC 财富管理投资组合顾问组，  
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

**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**——美国投资组合顾问组主管，  
RBC 财富管理、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，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



# 规定的信息披露

## 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	计数	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			计数	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士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