

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 5 月

利率情緒波動

隨著時間的推移和季節的變化，市場對一些央行的減息預期也在發生變化。我們將解釋投資者應如何應對。

Thomas Garretson
(特許財務分析師) | 第 4 頁

本期其他內容



全球股票
進兩步，退一步？



美國興衰記分卡
不舒適區？



主要預測

製作：東岸時間 2024 年 5 月 7 日下午 4:29；刊出：東岸時間 2024 年 5 月 8 日下午 2:00

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 17 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：利率情緒波動

4 月帶來陣陣春雨，也帶來對減息預期的調整。本文分析這些調整的內容和原因，並解釋投資者應該如何應對。

9 全球股票：進兩步，退一步？

貨幣政策不確定性的延長，意味著始於 4 月初的回落很可能還會繼續。儘管如此，股市的長期上行趨勢可能尚未結束。我們主張對投資組合管理採取警惕、謹慎的態度。

12 美國興衰記分卡：不舒適區？

幾個月來，我們的「美國興衰記分卡」評級一直沒有變化；不過，符合經濟衰退的一項先決條件正在醞釀中，但尚未得到確認。根據這些指標可能出現的走勢預測，美國在今年稍後進入衰退的可能性越來越大。

市場方面

3 RBC 的投資立場

9 全球股票

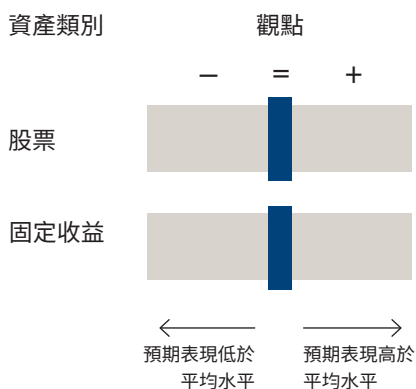
11 全球固定收益

12 美國興衰記分卡

15 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

- 調整投資組合中的股票配置仍然是一項平衡操作。一方面，由於大多數行業的盈利增長預測良好，我們看到主要股票市場的上行潛力。儘管美國大型企業估值偏高，但熊市的一些常見先兆尚未顯現，例如投資者情緒高漲和市場廣度下降。
- 但我們認為，投資組合應考慮到這一特殊時期帶來的經濟風險。疫情期間，央行推出大量刺激措施；現時，發達經濟體仍在適應這高息的情況。美國第 1 季的通脹高於預期，GDP 增長疲軟，這些都提醒我們，不利因素仍在持續。一些領先經濟指標仍然閃著黃色或紅色警號。
- 我們建議對美國和全球股票維持市場比重，以平衡風險與美國經濟保持韌力的可能性。我們的投資組合會偏向優質股票。

固定收益

- 2024 年迄今，全球債券收益率一直在波動，彭博全球綜合債券指數的平均收益率今年達到 4.0% 的新高，但仍低於 2023 年 4.4% 的峰值。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；然而，人們仍普遍預期大多數主要央行將在今年夏天溫和減息，美聯儲將在今年稍後跟進。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，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平均水平的環境下，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，並略為偏向政府債券。

每月
焦點



Thomas Garretson

特許財務分析師
美國明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

利率情緒波動

4 月帶來陣陣春雨，也帶來對減息預期的調整。本文分析這些調整的內容和原因，並解釋投資者應該如何應對。

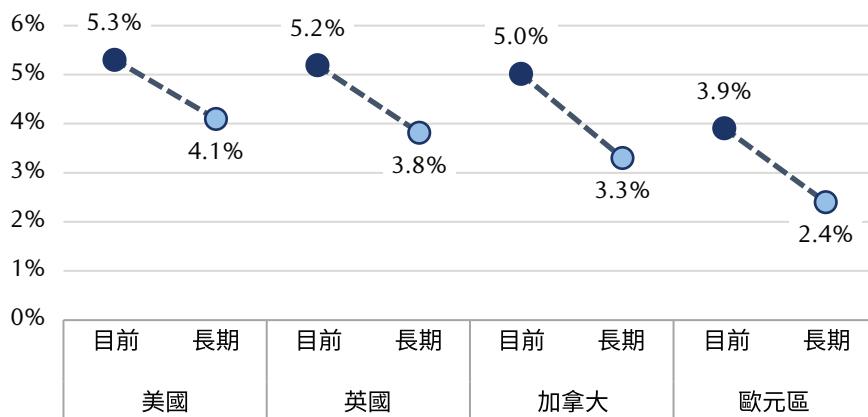
重點

- 年初，市場預期央行會有多次減息，但現在則預期減息次數將會減少，而全球主要央行之間的分歧也日益加大。
- 美聯儲可能已從領跑者變為落後者，因為它可能是最後一個放寬政策利率的央行。這將對國內和全球產生影響。
- 雖然減息前景仍不穩定，但重啟加息週期的可能性仍然很小。但最近對前景的重新定價可能會給債券投資者帶來另一個機會。

在 4 大央行中（美聯儲、歐洲央行、英國央行和加拿大央行），歐洲央行最後一次加息是在 2023 年 9 月。其他央行自去年夏天以來一直按兵不動。但由於債券收益率再次大幅上升，如果投資者認為加息週期仍會持續也是正常思路。

今年 1 月，市場一度認為美聯儲將在 2024 年減息近 7 次，從而將利率從 5.50% 一路減至 3.75%。全球的情況也類似，市場預期會有大幅減息。不過，現在市場的預期出現急劇逆轉，大家預期美聯儲今年只會減息 2 次，而且至少在未來 3 年內不會將利率降至 4.00% 以下。

隨著各國央行越來越接近減息，市場預計未來幾年的減息幅度將較小



註：以 3 年期遠期合約數據為基礎的市場隱含長期政策利率。

資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 4 月 16 日數據

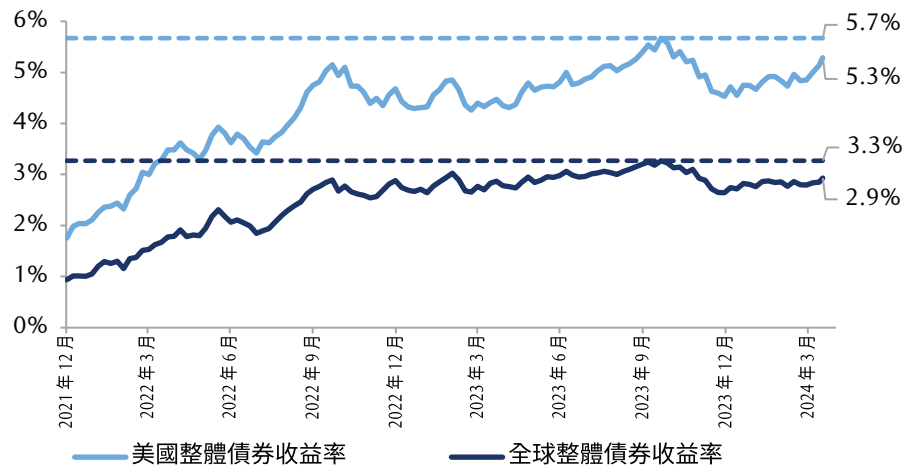
利率情緒波動

如上頁圖表所示，這種認為任何減息週期都將會是淺層次減息的觀點，已經滲透到央行各個減息階段。未來幾年零利率甚至負利率政策的日子似乎一去不復返了。

市場情緒波動

毫無疑問，通貨膨脹是問題的核心。2023 年下半年，美國和全球的通脹壓力都在減弱，再加上各國央行發表的鴿派評論，推動債券收益率大幅走低。但隨著 2024 年年初至今的通脹未能顯示出進一步改善，尤其是在美國，市場情緒出現逆轉。如下圖所示，債券收益率在去年 12 月跌至數月低點後，現在有可能重新測試去年秋天創下的十多年高點。

美國及全球債券收益率可能重試多年高位



資料來源——RBC 財富管理、彭博美國整體債券指數、彭博全球整體債券指數（不含美元債券指數）；截至 2024 年 4 月 16 日的數據

重新思考前景

重新考慮利率前景的不僅有交易商，還有分析師。例如，RBC 資本市場在 4 月就對其利率預測進行了多次調整。美聯儲先前被認為會領先減息，現在則可能落後。

美聯儲（當前政策利率區間：5.25% 至 5.50%）

- **RBC 資本市場先前預測：**今年減息 3 次，從 6 月開始將利率降至 4.50% 至 4.75% 之間，2025 年再減息 2 次，將利率降至 4.00% 至 4.25% 之間。
- **最新預測：**今年僅減息 1 次，12 月的利率在 5.00% 至 5.25% 之間，2025 年再減息 2 次，利率在 4.50% 至 4.75% 之間。
- **為什麼會有這樣的變化？**最近的通脹數據高於預期，這很可能不會讓美聯儲「更有信心」地認為通脹率在向 2% 邁進，從而在 6 月或 7 月之前開始減息。不過，儘管 RBC 資本市場預計通脹不會出現實質性加速，但今年秋季的總統大選可能會讓美聯儲有理由避免在 9 月或 11 月的會議上啟動減息進程，這實際上使 12 月開始減息成為唯一的選擇。

利率情緒波動

RBC 認為 2025 年只會有 2 次減息，我們也承認這具有很大的不確定性，但其前提是，如果到今年 12 月美國經濟仍像迄今為止那樣蓬勃發展，那麼多次「保險性減息」的理由就很難成立了。

歐洲央銀（當前政策利率：4.00%）

- **RBC 資本市場預測不變：**6 月首次減息，今年再減息 2 次至 3.25%，2025 年再減息 3 次至 2.50%
- **為什麼預測不變？**歐洲央行已發出最明確的信號，表示將繼續朝著 6 月減息的方向前進。雖然最近幾個月通脹率持續走高，但經濟增長勢頭一直在放緩，而工資壓力的減緩很快就會拖低通脹率。

英國央行（當前政策利率：5.25%）

- **RBC 資本市場先前預測：**8 月首次減息，今年再減息 3 次至 4.25%，2025 年再減息 2 次至 3.75%
- **最新預測：**8 月首次減息，但今年只再減息 1 次，降至 4.75%，2025 年再減息 2 次，降至 4.25%
- **為什麼會有這樣的變化？**雖然央行官員的言論仍以減息為導向，但最近的數據顯示，經濟復甦比英國央行和 RBC 資本市場預期的更早和更強勁，這有理由讓今年的減息幅度較小。

加拿大央行（當前政策利率：5.00%）

- **RBC 資本市場預測不變：**6 月首次減息，今年再減息 3 次至 4.00%，2025 年再減息 4 次至 3.00%
- **為什麼預測不變？**我們認為，在經濟前景不明朗、就業市場狀況持續惡化（失業率較疫情後低點上升 1.3 個百分點）的情況下，加拿大央行最容易提出減息理由。

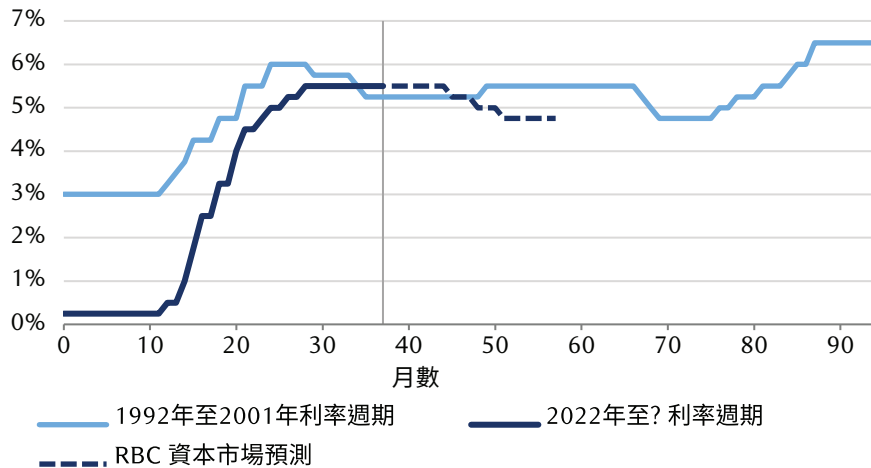
90年代的加息週期

RBC 資本市場修訂對美聯儲的預測，最重要的一個因素是 1990 年代的經濟經歷。這一時期長期以來一直被視為美聯儲政策制定的黃金標準。在 1990 年代初期，美聯儲為抑制通脹而進行的一系列加息，之後只是在中期實施了幾次「保險性減息」，經濟繼續運行到 2000 年代初，這主要由科技繁榮推動，這聽起來應該很熟悉。

利率情緒波動

正如下圖所示，RBC 資本市場的展望反映了未來類似的 75 個基點的寬松政策。但未來幾年是否還會恢復加息，還有待觀察。這將是美聯儲真正實現經濟軟著陸的一個極為罕見的例子，也就是說，在不引發經濟衰退的情況下積極加息。

RBC 對美聯儲減息前景的調整，反映與 1990 年代經濟週期的相似性



註：圖表從每個加息週期首次加息前 12 個月開始。

資料來源——RBC 財富管理、彭博；截至 2024 年 4 月 16 日的數據

何事，為何，如何？

這就是央行調整減息前景的「何事」和「為何」，但投資者應該「如何」應對呢？新一輪收益率上升讓投資者和交易商再次想知道拋售何時停止，以及何時應該進場。在 RBC 看來，我們正在接近這一點。市場很容易從一個極端走向另一個極端，即從年初預測的太多次減息，變成現在預測的太多次減息。

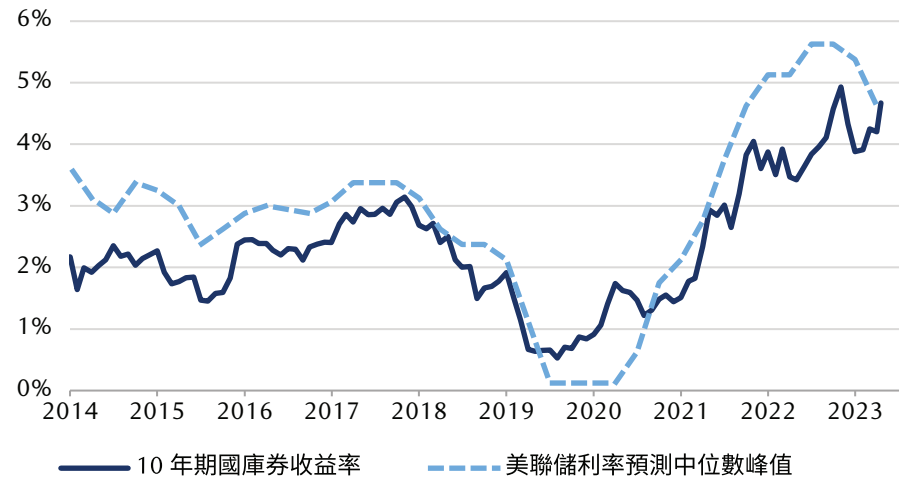
對美聯儲來說，恢復加息的門檻非常高，當然對大多數央行來說也是如此，因此，美聯儲 3 月會議的利率指引仍應作為收益率上升幅度的合理指標。下一頁圖表顯示 10 年期國庫券收益率與美聯儲在《經濟預測摘要》中預測的未來幾年政策利率峰值的相對位置。2024 年開始，收益率再次大幅上升，之後還能上升多少？

在 3 月的會議上，美聯儲的預測中值顯示，今年政策利率將下調 3 次，至 4.63%，大致相當於目前 10 年期國庫券收益率的水平。但如果 RBC 資本市場的預測正確，美聯儲只下調 1 次至 5.13% 的中間點，那麼 10 年期國庫券收益率就有可能走高並接近這一水平。這一區間——約為 4.6% 至 5.1%——構成了我們對 10 年期國

利率情緒波動

觸及上限？

10 年期美國國庫券收益率可能維持在美聯儲利率指引以下



註：顯示美聯儲 1 至 3 年期利率預測的最高水平。

資料來源——RBC 財富管理、彭博、美聯儲；截至 2024 年 4 月 16 日的數據

庫券收益率的近期目標水平，然後將在年底前開始回落至 4.30%，正如 RBC 資本市場目前預測的那樣。這種相對於央行政策利率預期的收益率思考框架，在全球範圍內也應該大致適用。

對於美國投資者來說，我們現在建議在 2024 年逐步退出現金及／或短期債券，轉而投資於期限較長的債券，但對於全球投資者來說，由於其他央行將提前減息，因此退出的步伐可能要更快。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

進兩步，退一步？

到 2024 年 4 月，大多數主要股市都創下歷史新高，中國除外。股市在最初衝上新高後，往往會回落至突破點，這也是股市攀登新高的「進兩步，退一步」模式。這樣的停頓一直持續到 4 月底，可能還沒有結束。

這一次回落的催化劑，來自市場在第 1 季末對美聯儲下一步走向和時間的看法的另一個大轉變。在第 1 季，投資者滿懷信心地預測美聯儲將在 5 月首次減息，作為年底前一系列減息的前奏。但隨後，3 月美國通脹上升了零點幾個百分點，就業情況也強於預期，將這一預測打入了谷底。

市場將對美聯儲首次減息的預期推至下半年，並大幅縮減對後續減息的預期。一些評論員質疑是否需要再次加息而不是減息。10 年期國庫券收益率反其道而行，回升 75 個基點，令市場震驚。

到 4 月底，就業報告弱於市場預期，失業率上升 0.1%，以及美聯儲 5 月會議後新聞稿中的幾句話，均使利率政策預期變回「懸而未決」。

這將標誌著在過去 12 個月中，投資者對美聯儲啟動寬鬆週期的希望至少出現第 4 次 180 度大轉彎。很難想象，在這期間有多少腦力、墨水和屏幕時間被用來報道、解釋和所謂的分析這一切。我腦海中浮現的是一張張寫滿小字的紙，首尾相接地繞著地球轉了一圈。

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

以下是我們所知道的：

美聯儲尚未減息。貨幣條件仍然緊縮，或者用美國最大銀行之一的首席執行官的話說，「非常緊縮」。（收益率曲線倒掛至今已 22 個月，而且還在繼續。）

我們認為，即使美聯儲在 6 月減息，對經濟的影響也不會在 2025 年之前完全顯現。可以說，美國經濟以及發達國家和新興國家的大部分地區仍在應對／消化去年上半年實施的加息。

這是否意味著美國經濟衰退不可避免？不，但我們認為這確實意味著即使下個月開始減息，美國經濟的脆弱期仍將持續。在過去的 10 次衰退中，有 8 次在衰退開始前美聯儲就已經在削減政策利率。

全球股市

而美聯儲的首次減息即使到來，也不大會使人們對貨幣政策的普遍預期更加明確。這是「減一次就停」嗎？距離下一次減息還有多久？美聯儲將減息多少次？央行官員是否等得太久？他們是否行動過早？美聯儲政策是否會受到 11 月美國總統大選的影響？您不會有一個清晰的圖畫。

貨幣政策不確定性的延長對股市有什麼影響？首先，我們認為這意味著始於 4 月初的回落／整固很可能還會繼續。債券收益率的急劇回升似乎是股市最近一次回落的罪魁禍首，不排除 10 年期國庫券收益率全面再測試 2023 年 10 月高點近 5% 的可能性。

儘管如此，股市這次回落只不過是長期上行趨勢中的暫時歇息而已，這一上行趨勢早在 2022 年秋季就已開始，在我們看來，目前尚未結束。

標普 500 指數第 1 季的指數盈利收益率按季增長 4%，足以讓全年預期 \$244（按年增長 10%）看起來合理。此外，儘管小型企業的調查顯示前景並不那麼樂觀，但大型企業的業務指引仍大多保持積極態度。同時，投資者對人工智能的熱情繼續為 2025 年及以後的預期增添光彩。

未來幾個月，我們仍將期待更多新高，但經濟和盈利形勢需要保持穩定，才能使這一前景變得可行。標普 500 指數在 3 月底達到頂峰，最新 12 個月市盈率為 23 倍，今年的普遍預期為 21.5 倍，已經為至少 2 次美聯儲減息「付出代價」。我們認為，從這裡開始創下的新高將意味著願意付出更多。

如果美聯儲採取一系列減息措施反映通脹正向 2% 下降，而美國經濟的表現並不比暫時性的放緩更糟，那麼標普 500 指數和其他大型企業指數可能會在一段時間內繼續創新高，偶爾或會出現調整或整固。

但是，如果減息被投資者視為對更嚴重的經濟衰退的緊急反應，那麼股市可能會進入一個更具挑戰性的階段。

市場廣度與大型企業股平均水平同步上升，這一事實說服我們目前繼續持有股票。但是，由於市盈率已經從很高的水平不斷攀升，股市又創出了新高，這就要求我們在管理投資組合時保持警惕和謹慎。

全球 固定收益

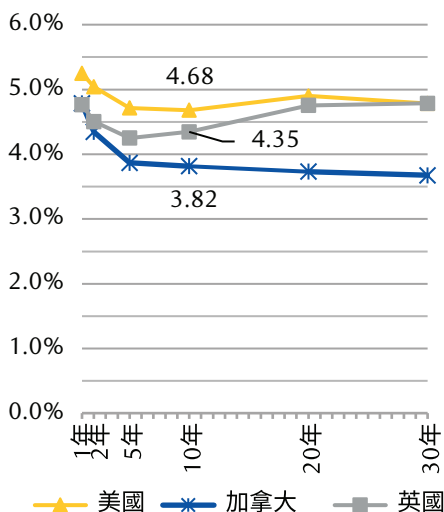
年初，市場預期央行會有多次減息，但現在則預期減息次數將會減少，而全球主要央行之間的分歧也日益加大。雖然減息前景仍不明朗，但重啟加息週期的可能性仍然很小。但最近對前景的重新定價可能會給債券投資者帶來另一個機會。有關我們的觀點，請參閱本月焦點文章 [《利率情緒波動》](#)。

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

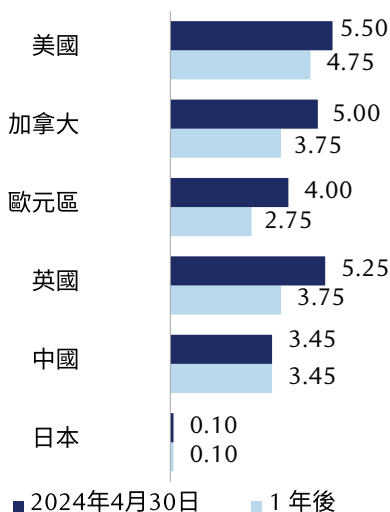
+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

主權收益率曲線



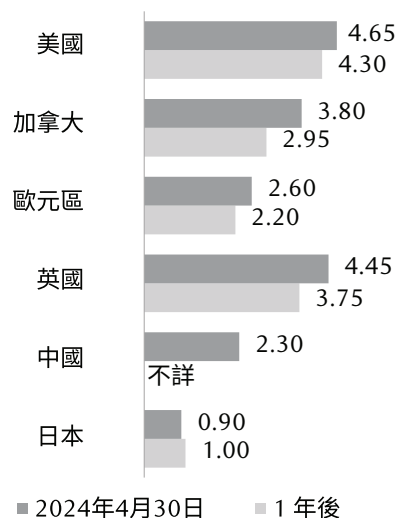
資料來源——彭博；截至 2024 年 4 月 30 日的數據

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：歐元區以德國國債為代表。
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

不舒適區？

幾個月來，我們的「美國興衰記分卡」評級一直沒有變化；不過，有一項因素正在醞釀變化，但尚未得到確認。如果該因素（見下面「記分卡」的《聯邦基金利率相對名義 GDP 增長》）出現變化，那麼整體評級將處於尷尬的平衡狀態：3 個評級認為美國經濟衰退可能在幾個月內到來，2 個評級繼續為經濟擴張開綠燈，還有 2 個評級處於中性。

從某種意義上說，「普遍預期」已經到了一個重要的時機：平均而言，經濟衰退會在美聯儲首次加息 25 個月後出現——也就是上個月，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。

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。

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。

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。

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 GDP 增長		✓	

資料來源——RBC 財富管理

美國興衰記分卡

1 年期收益率與 10 年期收益率之間的息差在 6 月為 158 個基點，是本週期迄今最闊的息差。之後，息差已大幅收窄至僅 55 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。

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 2024 年 4 月的報告，該指標在之前的 23 個月中有 22 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，該系列穩步上升（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（黃色），儘管新訂單部分本身仍然是決定性的負值。新訂單讀數最終在 2024 年 1 月達到擴張區間。它在零線附近波動了 3 個月，促使我們將該指標評級保留為黃色。

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，在這幾個月中還沒有出現過更低的讀數，因此這一指標的歷史表明，經濟衰退最早可能在今年夏天開始。

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。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

失業率在去年 4 月創下 3.4% 的週期低點後，2 月躍升至 3.9%。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

非金融業自由現金流

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 2023 年第 4 季度，這些現金流遠未達到負交叉點。第 1 季的數據要到 6 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 是指未剔除通脹的 GDP。）自 2020 年第 4 季創下

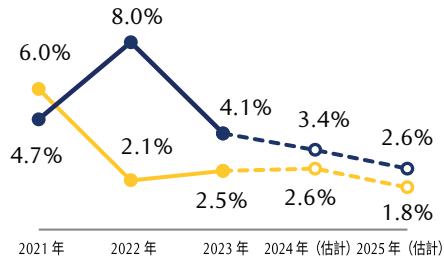
23% 的疫後重啟高點以來，GDP 推算率一直在下降。到去年年底，該增長率已降至 6.7%，仍高於 5.50% 的聯邦基金利率。然而，現在公佈的第 1 季 GDP 初值顯示，6 個月名義 GDP 增長率為 4.9%，已低於聯邦基金利率，滿足了經濟衰退的這一歷史先決條件。我們正在等待 5 月下旬公佈的第 1 季 GDP 第 2 次估計值的確認，然後再改變我們的「記分卡」評級。

展望未來

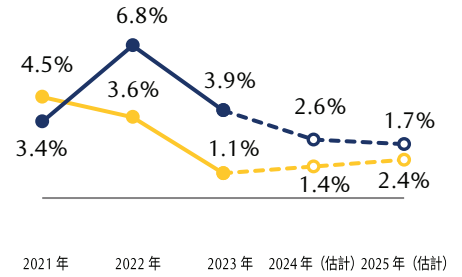
權衡所有 7 項指標的當前狀況及預測其走勢後，我們認為美國在今年稍後步入衰退的可能性越來越大。

主要 預測

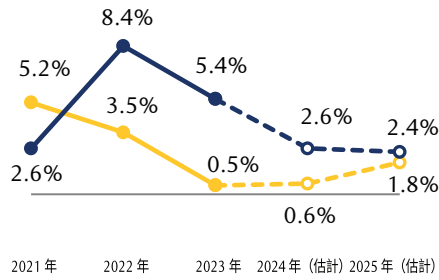
美國



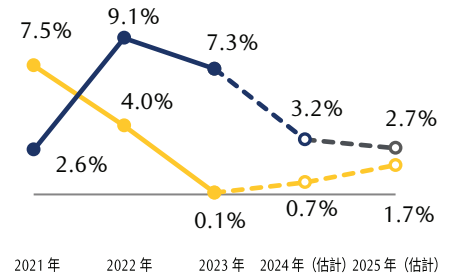
加拿大



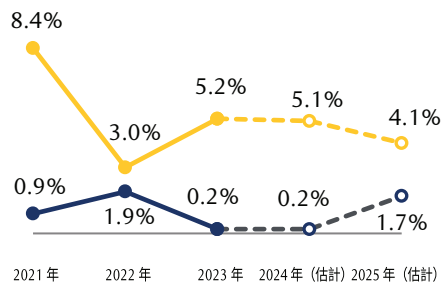
歐元區



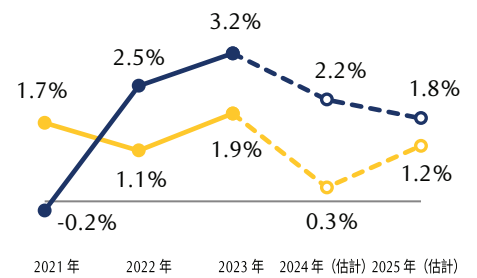
英國



中國



日本



—●— 實際 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。

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

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