

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 6 月



長壽：破解老化 密碼

科學正在研發減緩、阻止甚至逆轉老化的方法。我們探索最有希望的進展，以及科學突破和有趣投資之間的聯繫。

Frédérique Carrier | 第 4 頁

本期其他內容



全球股票
暫時站穩腳步



全球固定收益
通脹放緩速度令人失望



主要預測

製作：東岸時間 2024 年 5 月 31 日 下午 3:49；刊出：東岸時間 2024 年 6 月 4 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 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

10 每月焦點：長壽：破解老化密碼

科學正在研發減緩、阻止甚至逆轉老化的方法。我們探索最有希望的進展，以及科學突破和投資之間的聯系。

11 全球股票：暫時站穩腳步

強勁的上升趨勢顯示股市可能還會進一步上漲。然而，我們認為股市面臨更具挑戰性的環境並非不可能。

13 全球固定收益：通脹放緩速度令人失望

隨著通脹放緩的念頭逐漸消散，市場對央行減息的預期也逐漸下降。由於通脹仍是罪魁禍首，對減息次數的預測已減少到只有幾次。

市場方面

3 RBC 的投資立場

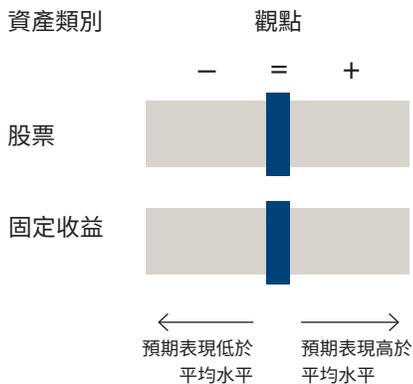
11 全球股票

13 全球固定收益

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

- 標普 500 指數自 2023 年 10 月開始的反彈可能會持續下去。美國第 1 季的盈利足以讓全年盈利預測看起來合理。在其他地方，例如英國和歐洲，第 1 季財報季令人鼓舞，令全年盈利預測一致上調。
- 但是，股市屢創新高（部分原因是由不斷攀升的市盈率推動），尤其是標普 500 指數，這就要求我們在管理投資組合時保持警惕和謹慎。特別是，如果出現兩個因素，將顯示股市未來面臨更具挑戰性的環境：市場廣度惡化，以及投資者長期極度看漲。到目前為止，市場廣度一直在與大型企業股平均值同步改善，市場情緒數據顯示出強烈的樂觀情緒，但僅止於此。
- 我們會在平衡投資組合中持有市場比重的全球股票，並專注於現金流強勁的優質公司。

固定收益

- 全球債券收益率仍然波動，目前接近 2024 年中點，但彭博全球綜合債券指數的平均收益率近幾個月穩定在 4.0% 左右，但仍低於 2023 年 4.4% 的峰值。全球通脹壓力持續改善，但最近進展停滯令人擔憂，令市場對近期減息的預期大打折扣。然而，市場仍預計主要央行將在今年夏季之前適度減息，美聯儲則會在今年稍後跟進。我們的看法是債券收益率從 2023 年底的高位大幅回落，但仍遠高於過去二十年的平均水平，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，我們仍然維持持平將美國固定收益。雖然美國和全球的經濟風險已經下降，但衰退的風險仍然很高，而債券估值仍然很高。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



Frédérique Carrier

英國倫敦

frederique.carrier@rbc.com

長壽：破解老化密碼

新興的科技不斷進展，正推動各種創新，改變我們今天和未來的生活、工作和互動方式。RBC 財富管理的「創新」系列報告探討了這些變革的推動力，以及它們如何帶來引人注目的投資機會。

本系列的首份報告聚焦於與老化有關的科學進展。在過去 20 年中，科學家對老化的生物學變化有更全面的了解，並正在開發減緩、阻止甚至可能逆轉老化對身體和心理影響的方法。我們將深入探討幾項最有希望的進展，並探討科學突破和投資之間的聯繫。

重點

- 壽命的延長揭露了上一代人未知的新健康狀況。科學家的注意力已轉向延長「健康壽命」，即人在老年時健康的年限。
- 進入 21 世紀以來，科學家對衰老的生物機制有了更深入的了解。隨著生物損傷的累積和得不到修復，與衰老相關的疾病，如心臟病、骨質疏鬆症、白內障和神經退行性疾病就會出現。
- 解決老年相關疾病的 3 種方法似乎大有可為：抗衰老劑、幹細胞再生和染色體末端延長。此外，其他領域的生物技術創新也有助於更有效地治療癌症等慢性疾病，從而延長「健康壽命」。
- 最令人興奮的生物技術創新，不一定是最有上升潛力的投資。投資者還應評估競爭格局以及法律和監管環境，以判斷某種特許經營是否可能持續多年。

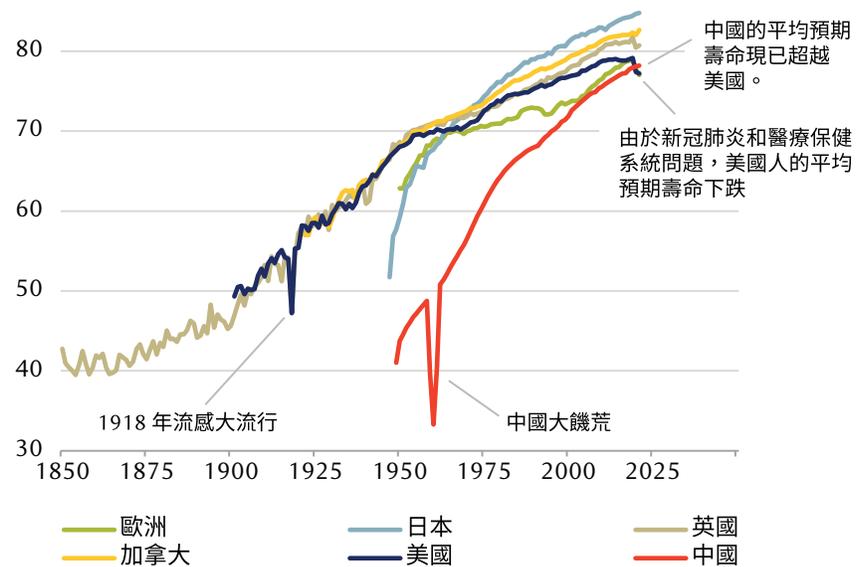
從壽命到「健康壽命」

得益於醫療和社會進步，人類的預期壽命在過去 150 年裡延長了一倍。由於有更清潔的水、更好的營養、更先進的疫苗和抗生素，嬰兒死亡率在很大程度上得以降低。如今，在發達國家出生的嬰兒甚至有機會活過 80 歲。

長壽：破解老化密碼

各地都有很大改善

1850 年代以來的出生時預期壽命



資料來源——《從數據看世界》(Our World in Data)

壽命的延長帶來許多過去幾代人幾乎沒有經歷過的情況——他們或死於戰爭、意外事故、飢荒或流行病。因此，科學家將注意力轉向延長「健康壽命」，即生命終結前的健康年數。科學刊物《自然》(Nature) 2018 年發表的一篇文章指出，人的一生中有 16% 到 20% 的時間每天都在與晚年的慢性疾病鬥爭。

這除了給患者和護理人員帶來困擾外，醫療費用也在激增。據阿爾茨海默氏症協會稱，到 2024 年，美國 65 歲及以上阿爾茨海默氏症患者的醫療費用總額將達到 \$3,600 億。這佔美國醫療費用總額的 8%，相當於癌症和心臟病的總和。阿爾茨海默氏症協會還指出，數百萬家庭成員和無償照護者已經提供了 184 億小時的照護，2023 年的價值為 \$3,466 億。

隨著人口老化加劇，這些成本將持續上升，給社會和經濟帶來壓力。根據世界衛生組織的數據，到 2050 年，全球 60 歲及以上人口將達到 21 億。預計到本世紀中葉，中國 60 歲以上人口將超過 5 億。

即使在今天，在大多數人口老化的社會中，對福利和援助的需求也給醫療保健和社會保障體系帶來了巨大壓力。對這些服務的更大需求很可能需要更高的稅收及／或增加政府債務負擔，進而可能推高長期利率。如果政府不提供或沒能力提供老年護理和善終服務，家庭可能要增加儲蓄，這樣便會削弱消費。

長壽：破解老化密碼

成功延長「健康壽命」可減輕政府和家庭的負擔、增加更多令人滿意的生活時間、帶來學習和發展新技能的機會，以及更長久地保持生產力。

什麼是老化？

在海明威的《太陽照常升起》中，一個人物被問到他是如何破產的。他回答說：「兩種方式。逐漸，然後突然。」衰老也是如此。到 60 歲時，大多數人都至少有一種與年齡有關的疾病。到了 80 歲，大多數人都有幾種。

科學家提出了兩種假設，從生物學角度解釋衰老的原因。有些科學家認為，老化是由生命早期的相同發育過程引起的，這些發育過程早期是有用的，只是這些過程繼續進入成年期，導致老年後的情況惡化。例如，婦女更年期後出現的骨質流失，可能是哺乳期母親從骨骼中吸取鈣質以產生乳汁的過程的延續，而中年遠視可能是由於眼球晶狀體在成年後繼續生長造成的。

亦有科學家認為，衰老是身體自我修復能力的逐漸喪失。年輕時，身體會修復損傷，以確保基因能夠傳給下一代。但隨著年齡的增長，人體失去了有效的自我修復能力，損傷開始累積。

雖然科學家仍在爭論老化的驅動過程，但他們在老化的生理細節上大致同意：隨著身體功能逐漸衰退，細胞起了變化。

在《老化的標誌：不斷擴展的領域》（Hallmarks of aging: An expanding universe）中，西班牙奧維耶多大學生物化學和分子生物學教授 Carlos López-Otín 帶領一個團隊於 2013 年編制了一份廣泛使用的老化特徵清單。他們最近對其進行更新，以反映自首次發佈以來生物科學的進展。他們確定了 12 個「標誌」（見下頁表格），這些特徵會隨著年齡的增長而惡化，如果受到刺激則會加速老化，但似乎會隨著治療而減緩。

通過劃分問題，可以單獨處理每個特徵，從而提高破解老化密碼的可能性。實際上，許多標誌是緊密聯繫在一起的，這就增加了挑戰性，例如慢性炎症、DNA 損傷，以及線粒體（細胞的動力來源）的功能障礙。

簡而言之，一些老化機制包括：

- 基因突變累積
- 染色體末端崩潰
- 組織被碎片堵塞
- 細胞癌變，其他細胞進入僵屍狀態，傷害健康細胞
- 幹細胞不再分裂，無法創造新細胞

長壽：破解老化密碼

- 細胞的動力來源線粒體失修
- 慢性炎症在體內蔓延
- 腸道微生物群變得不那麼健康

最終，與年齡有關的損傷會加劇身體的脆弱性，並導致慢性疾病，如心臟病、骨質疏鬆症、白內障和神經退行性疾病。

「自己動手」延長「健康壽命」（「生物黑客技術」）

隨著人類對衰老的遺傳途徑和生化過程有了更深入的了解，出現了一種「自己動手」延長「健康壽命」的文化。「生物黑客」是指那些探索使用現有藥物和保健品來改善「健康壽命」的人，他們的工作主要是在醫療領域之外進行。

最近，調整自己的飲食以改善微生物群的健康已成為一種普遍現象。「間歇性禁食」是一種越來越流行的方法，其目的是誘導「自噬」，即細胞用來清除自身受損成分的「廢物處理系統」。提供血漿輸注療法以促進細胞或組織年輕化（即表觀遺傳再生）的診所變得越來越普遍。這種技術的依據是，研究發現，給衰老的小鼠注射年輕小鼠的血液，可以逆轉生物衰老。然而，這種方法是否能成功應用於人類，目前仍無定論。

許多科學家擔心「生物黑客技術」及其非常規方法被過度炒作。

老化的標誌

	定義	概念
基因組不穩定性	<p>基因組是生物體內的一整套遺傳物質，包括 DNA、基因和染色體。</p> <p>基因通常被認為是遺傳自父母的特徵，但其主要功能是作為信息單位。</p> <p>基因組穩定性通過遺傳物質的完美複製和對受損複製的修復機制，確保遺傳物質代代相傳。</p>	<p>基因組不穩定性是指突變的持續積累以及修復機制無法糾正這些突變。</p> <p>例如，使細胞肆意繁殖的突變可導致癌症。細胞只能繁殖或分裂 40-60 次（幹細胞和癌細胞除外）。</p>
端粒損耗	<p>端粒是染色體末端的保護帽。它們有助於保護基因組和遺傳物質，並幫助細胞抵禦突變。每次細胞分裂時，端粒都會縮短。</p>	<p>端粒的縮短會限制未來細胞分裂的次數，最終導致健康細胞的數量減少。</p>
表觀遺傳的改變	<p>表觀遺傳標記是位於染色體特定位置的標籤，類似於條形碼，它告訴細胞使用哪些基因。</p>	<p>表觀遺傳標記的改變會影響基因功能。例如，表觀遺傳的改變會改變基因的表達模式，從而誘發癌症。</p>
蛋白穩態的喪失	<p>蛋白穩態是確保細胞以完美的狀態和正確的比例獲得正確蛋白質的過程。</p>	<p>蛋白穩態喪失會導致細胞產生形態不完美、數量不適當的蛋白質。不完美蛋白質的積累似乎是阿爾茨海默氏症或白內障等多種老年疾病的病因。</p>
自噬功能失效	<p>自噬是細胞用來消除其受損成分的廢物處理過程。</p>	<p>當自噬機制失效時，廢物就會堆積起來。</p>

續下頁

長壽：破解老化密碼

最有希望

2009 年諾貝爾化學獎得主之一、分子生物學家 Venki Ramakrishnan 在其最近出版的《我們為何會死：衰老與長生不老的新科學》（Why We Die: The New Science of Aging and the Quest for Immortality）一書中，重點介紹了他認為最有前途的 3 種方法：

■ 抗衰老劑

這類藥物針對的目標是衰老細胞——停止分裂的細胞。非癌細胞自我繁殖 40-60 次後，細胞分裂就會停止。這些細胞不會死亡，而是進入一種類似僵屍的狀態，即衰老。年輕的身體會通過觸發自毀過程或利用免疫系統來清除這些衰老的細胞。但隨著年齡的增長，這兩種自然清除過程的效率都會降低。

老化的標誌（續）

	定義	概念
養分感知失調	養分感知失調是指細胞感知養分的能力下降。	養分感知失調會破壞細胞調節能量代謝的能力。
線粒體功能障礙	線粒體是細胞的動力室，負責呼吸和能量生產。	功能失調的線粒體產生能量的效率會降低。
細胞衰老	衰老細胞是那些不再分裂但繼續以僵屍般的狀態生存而不是自我毀滅的細胞。蛋白質通常被認為是飲食的重要組成部分，但它們也賦予身體形態和力量，並進行大部分生命必需的化學反應。	衰老細胞會釋放出發炎蛋白，破壞周圍的健康組織，進而對附近的健康細胞造成損害。
幹細胞衰竭	幹細胞是可以產生新細胞和再生組織的儲備。它們的特殊之處在於它們不斷分裂——與其他僅分裂 40-60 次的非癌細胞不同。	當幹細胞停止分裂時，便無法產生新細胞來取代舊細胞。
改變細胞間通訊	細胞間通訊是指細胞相互通訊以使個體發揮功能。	細胞用來協調其行為的系統開始崩潰並最終停止工作。
慢性發炎	發炎是身體抵抗有害物質（如感染、受傷和毒素）的過程。患有遺傳不穩定或衰老的細胞也可以啟動此過程，導致慢性發炎。	通過啟動對抗傷害的過程，細胞會引發發炎反應，但由於沒有可對抗的感染，這種反應會引起問題。
生態失調	生態失衡是指微生物群或腸道內細菌、真菌和其他微生物集合的破壞。	隨著微生物群變得不健康，微生物與身體之間的通訊就會出現問題。

資料來源——Carlos López-Otín 等人，〈老化的標誌：不斷擴展的領域〉細胞 186，2 號（2023 年 1 月 3 日）；Venki Ramakrishnan，〈我們為何會死：衰老與長生不老的新科學〉（Stoughton，2024）

長壽：破解老化密碼

積聚在體內的衰老細胞會分泌炎症分子，將破壞性化合物滴入附近的組織，抑制附近健康細胞的正常功能。科學顯示，衰老細胞是許多與衰老有關的疾病的根源，包括癌症、動脈粥樣硬化、骨關節炎、骨質疏鬆症、帕金森症、老年痴呆症和白內障。

作為第一步，科學家正集中研究已被批准用於人類不同適應症的藥物和補充劑，嘗試看看它們是否能清除衰老細胞。據 2022 年 8 月發表在《自然醫學》(Nature Medicine) 上的一篇文章稱，目前正在進行的人體臨床試驗多達 20 項。

■ 幹細胞再生和細胞「重新編程」

另一種方法是利用幹細胞科學的最新發展，對細胞進行再生或「重新編程」。幹細胞是產生新細胞以再生組織的儲備細胞，目前已廣泛應用於再生醫學。許多科學家正在尋找幹細胞的應用領域，希望能對抗衰老。

研究人員正在尋求對細胞進行「重新編程」，試圖將它們恢復到能夠再生的早期階段。研究發現，血液幹細胞移植可使小鼠壽命延長 20%。

■ 端粒酶重新激活

端粒是每條染色體末端的 DNA 片段。細胞每次複製染色體和分裂時，端粒都會略微變短。當端粒過短或完全磨損時，細胞就會停止分裂，變得衰老。

科學家正致力於重新激活端粒，以防止它們在細胞分裂時縮短。目前已經發現了一種可以延長端粒的酶——端粒酶。這種酶通常只在幹細胞等分裂次數非常多的細胞中活躍，與正常細胞不同。由於人體在衰老過程中會使端粒酶失活，科學家正在探索是否有可能重新激活端粒酶，以防止端粒縮短。

耐心等待總會見到曙光

雖然 Ramakrishnan 對這些對抗衰老的尖端方法持樂觀態度，但在他看來，至少需要幾十年的時間才能創造出必要的成功療法。絕大多數在實驗室、小鼠或其他動物身上證明成功的實驗性藥物，一旦應用到人類身上卻會失敗——即使是那些成功的藥物，也很少能進入市場。

此外，RBC 資本市場有限公司高級生物技術研究分析師 Luca Issi 指出，通過較好的診斷方法、及早的干預措施，以及針對癌症和心臟病等疾病的改進療法，可以大大延長人類的「健康壽命」。

長壽：破解老化密碼

此外，他還斷言，其他領域的生物技術創新也在蓬勃發展，從而能更有效地治療多種疾病。例如，基因醫學領域已經批准多種藥物，該領域主要關注導致疾病的單個基因，並通過操縱這些基因對患者產生影響。迄今為止，獲批的藥物主要用於治療罕見疾病，如脊髓性肌萎縮症和β-地中海貧血症（一種遺傳性血液疾病）。但在他看來，隨著技術的進步，癌症、心血管疾病或眼疾等較常見疾病的治療獲批指日可待。

好的投資？

對「抗衰老」主題的投資可以透過生物技術產業來實施。不過，Issi 指出，最令人興奮的生物技術創新不一定能轉化為最有前景的投資。據 Issi 評估，那些能夠優先考慮未滿足需求和潛在大量患者的疾病，並執行精心設計臨床試驗的公司更有可能成為贏家。

他認為，投資者還應關注競爭格局，以評估特許經營是否可能持續多年。此外，評估其他長期變化和顛覆性力量，例如可能對現有和新興生物技術特許經營權的價值產生轉型影響的技術或法律和監管環境，也是衡量投資是否有前景的關鍵。

隨著人口老化，其他行業的需求也可能會發生變化，這也符合這個主題：

- 財富管理行業可能會發現自己擁有一批忠實的受眾，這些人需要考慮如何避免在生前耗盡積蓄。
- 借鏡日本住宅建築商的經驗，不同地區對住宅空間的需求會有變化。據《日本時報》2024 年 5 月報道，日本有 900 萬套空置住房，主要是人口老化造成的。在一些地區，多代同堂的住房需求可能會增加，而在其他地區，單人住宅的需求可能會增長。
- 生物科學領域的大變革，也可能促進生命科學房地產的需求，即從事生物科學的人士，需要租用更多的實驗室和辦公室。

如此接近，卻又如此遙遠

隨著科學家對衰老的過程有更清晰的認識，「健康壽命」的前景似乎比 20 年前更有希望，這要歸功於大量的努力，包括數百家公司正在探索數十種不同的化合物，以及正在進行的臨床試驗。醫學上的突破是可能的，正如最近針對肥胖症（幾十年來一直無法治療的疾病）的藥物所證明的那樣。

同時，良好的飲食、運動和睡眠似乎是那些渴望健康長壽的人的最佳策略。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

暫時站穩腳步

踏入 2024 年，我們預計全球主要股市均會很快邁向新的歷史高點。從 1 月初到 4 月，所有主要股市都上升，但中國和香港股市則明顯例外。而落後的小型股指數也開始跟著趨勢走高。

市場「廣度」數據顯示，大多數股票與大型企業股同步上揚，這加強了我們的信心。標普 500 指數尤其如此。

[「市場廣度」是市場趨勢的指標，衡量市場是由「大多數」股票朝同一方向移動，還是由「少數」比重較高的熱門股票所決定。最常提到的兩個廣度指標是「漲跌線」和「未加權指數」。]

市場廣度擴大是市場上漲基礎穩固的重要指標。如果「漲跌線」和「未加權指數」的穩健上升趨勢持續，將強烈顯示由 2023 年 10 月開始的廣泛股市上漲可能會進一步延續。

然而，如果有兩個因素出現，則表明股市未來會面臨更具挑戰的環境。最重要的因素是，廣度數據與市場上升走勢背道而馳。換句話說，儘管像標普 500 這樣的加權指數繼續走高，但廣度指標卻轉弱並走低。到目前為止，尚未出現這種情況。

另一個因素是投資者出現長期的極度樂觀／自滿情緒。儘管市場情緒數據顯示投資者比 2023 年 10 月低點時樂觀得多，但他們仍未完全進入極度樂觀領域，而在過去，這曾預示市場大漲即將結束。此外，在市場崩潰之前，極高漲的情緒通常會持續數週或數月。

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

然而，儘管市場情緒可能尚未達至頂峰，但投資者似乎無視整體股票估值不再具有吸引力的事實。說白了，估值是一種糟糕的時間性工具，因為股票的走勢總是會遠遠超出投資者的合理預期，或超出算法或歷史的合理預期，從而變得更便宜或更昂貴。然而，在這種情況下，我們得承認過去 18 個月美國股市估值發生了非常大的變化。

2022 年 10 月下旬，市場經歷了一場長達 10 個月的慘痛整固而跌至谷底，標普 500 指數報 3500 點，過去 12 個月的市盈率僅為 16 倍，每股盈利約 \$217。儘管價格被大幅低估，但仍很難找到買家；投資者情緒極度悲觀。

全球股市

20 個月後的今天，標普 500 指數每股收益僅增長了微不足道的 4%，但該指數卻大幅上漲 51%，過去 12 個月的市盈率高達 23.4 倍。投資者似乎被不斷上漲的價格和豐厚的估值所吸引，就像他們在 2022 年秋天被太低的價格所嚇退一樣。利率並不是問題的徵結所在：從目前的情況來看，10 年期國庫券的收益率比 20 個月前略有上升，而聯邦基金利率則比過去高出近 250 個基點。如果說有什麼理由的話，那就是利率越高，市盈率越低，而不是越高。

看來投資者必然對未來盈利前景充滿信心。市場普遍預期，標普指數今年的盈利將上升 11%，由 2023 年的 \$220 達到 \$244。這將使今年的市盈率達至 21.6 倍，仍然是一個相當高的水平，任何盈利預期的挫折都可能不會受到投資者的歡迎。

如果樂觀的盈利前景得以實現，這可能足以讓市場繼續走高，特別是美聯儲減息看來仍然是貨幣政策最合理的下一步。

我們仍在密切關注市場廣度和情緒，以確定是否應該考慮採取更具防禦性的策略。根據評估，在此之前，我們需要在全球平衡投資組合中謹慎投資股票。

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

通脹放緩速度令人失望

自從全球通脹壓力於 2022 年達到高峰以來，控制通脹取得了顯著進展，並於 2023 年底加快步伐，但目前卻似乎陷入停滯。

隨著通脹放緩的念頭消散，對央行今年減息的預期也相應下降。早在 2024 年初，交易商曾期待主要央行減息 5 至 7 次，但現在他們認為，各央行的官員只會減息約 1 至 3 次（具體次數視地區而定）。

美聯儲已經承認，通脹缺乏進展可能會推遲減息計劃。對於那些一直在尋找一連串通脹改善數據以「增強信心」相信通脹將會回到 2% 目標的央行官員而言，減息時間表基本上已被重新設定。

儘管如此，美國 5 月公佈的 4 月通脹數據緩解了市場近期的一些擔憂。雖然數據仍高於美聯儲的目標水平，但在今年年初一連串令人失望的事件之後，沒有出現超出預期的上升已是一個值得歡迎的變化。我們認為通脹仍有繼續下行的空間，但近期全球航運成本的上升和美國經濟依然強勁，可能會使通脹數據進一步令人失望的風險略有上升。然而，儘管通脹數據並沒

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

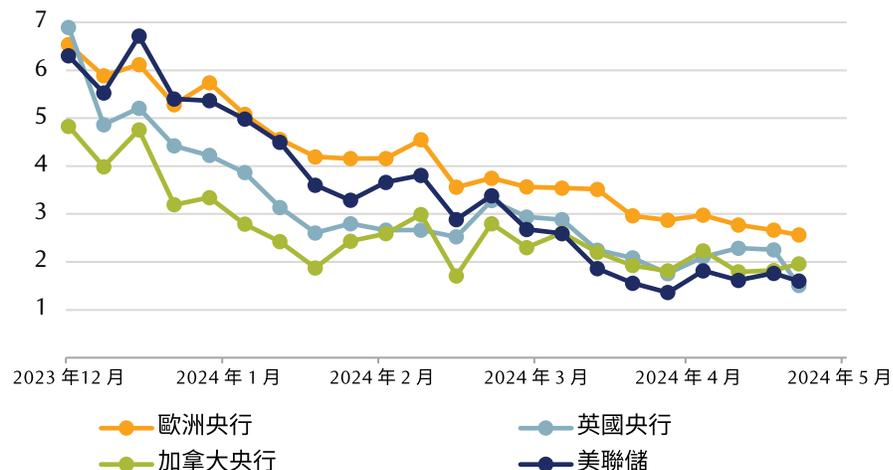
+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

有像預期的那樣改善，但我們仍然認為物價大幅上升的可能性很低。

因此，儘管夏季一系列有利的通脹數據可能會為美聯儲鋪平 9 月開始減息的道路，但我們預期基本情況仍然是 12 月首次減息。

2024 年減息前景持續暗淡

市場對各央行減息次數的預測

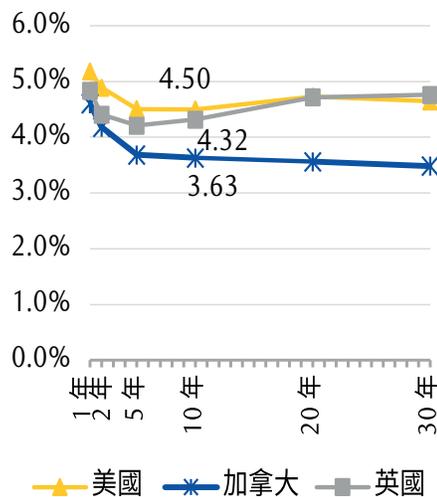


資料來源——RBC 財富管理，彭博

類似的情況似乎也讓英國央行放棄了今年夏季開始減息的計劃。4 月的通脹數據顯示，服務業價格——基本通脹趨勢的重要指標之一——按年上升 5.9%，而彭博普遍預期則為 5.4%。市場目前預期今年稍後首次減息。

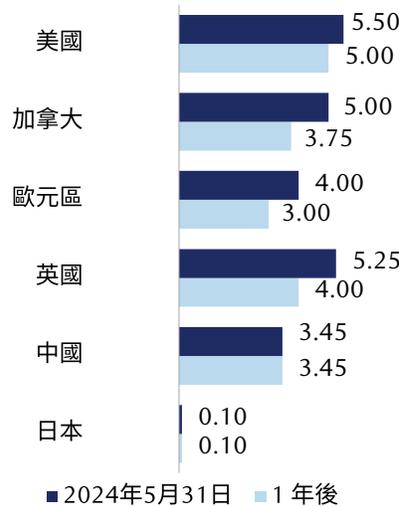
歐洲央行和加拿大央行仍有望實現今年首次減息，而且減息次數可能最多。加拿大的通脹數據持續改善，但其代價是經濟增長令人失望。我們預測兩家央行在今個月內都會減息。

主權收益率曲線



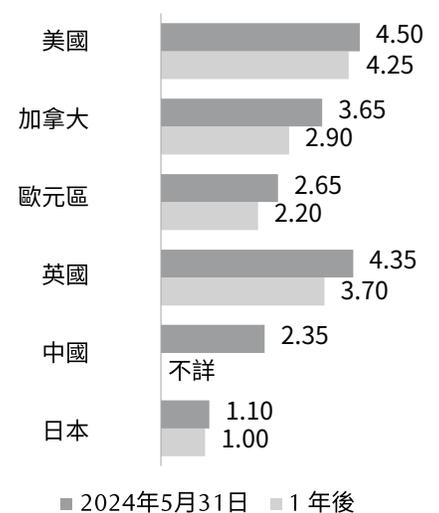
資料來源——彭博；截至 2024 年 5 月 31 日的數據

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

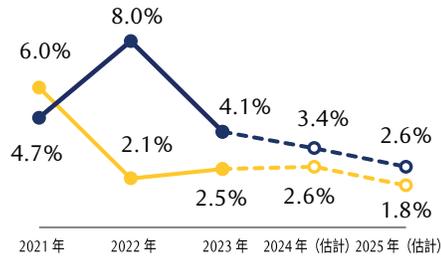
10 年期利率 (%)



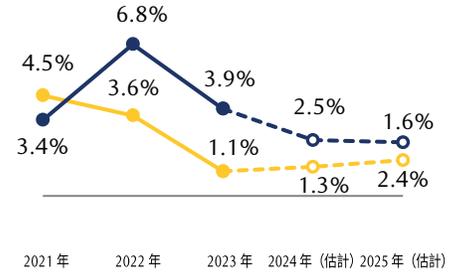
註：歐元區以德國國債為代表。
資料來源——RBC 投資策略委員會、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

主要 預測

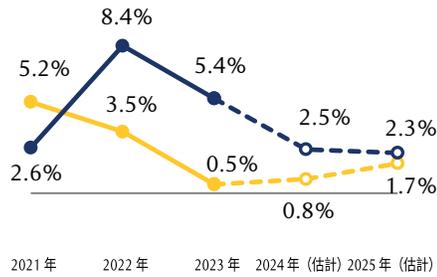
美國



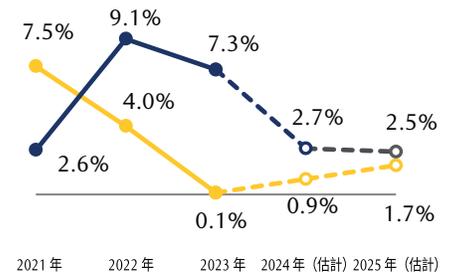
加拿大



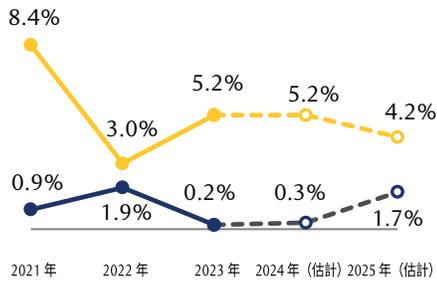
歐元區



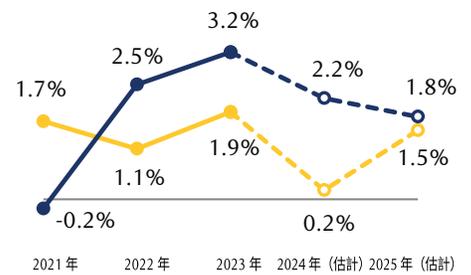
英國



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，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

Frédérique Carrier——聯席主席

董事總經理兼投資策略主管，RBC 歐洲有限公司

Mark Bayko（特許財務分析師）——投資組合管理主管，

RBC 多美年證券有限公司

Luis Castillo——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Rufaro Chiriseri（特許財務分析師）——固定收益主管，

不列顛群島，RBC 歐洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 財富管理投資組合顧問組

（美國），RBC 資本市場有限公司

Thomas Garretson（特許財務分析師）——固定收益高級投

資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 資本市場有限公司

Patrick McAllister（特許財務分析師）——股票顧問兼投資組合管理部經理，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Alan Robinson——高級投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國股票），RBC 資本市場有限公司

Michael Schuette（特許財務分析師）——多元資產投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

David Storm（特許財務分析師、特許另類投資分析師）——投資總監，不列顛群島及亞洲，RBC 歐洲有限公司

Yuh Harn Tan——全權投資組合管理兼超高淨值投資方案主管，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Joseph Wu（特許財務分析師）——RBC 多美年證券有限公司

必要信息披露

分析師認證

本報告中表達的所有觀點準確反映了負責分析師對主題證券或發行人的個人觀點。本報告中列出的分析師的報酬與該分析師在本報告中表達的建議或觀點沒有直接或間接的關係。

重要信息披露

在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。該公司為加拿大皇家銀行的間接全資子公司，因此也是加拿大皇家銀行的關聯發行人。

非美國分析師信息披露

其中一位或多位編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2024年3月31日

評級	總數	百分比	過去 12 個月提供的投資銀行服務	
			總數	百分比
買入 [優於整體板塊]	831	56.84	264	31.77
持有 [與板塊持平]	585	40.01	151	25.81
賣出 [遜於整體板塊]	46	3.15	4	8.70

RBC 資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師的「板塊」是指分析師提供研究報告的公司範圍。因此，對特定股票的評級，僅代表分析師對該股票在未來 12 個月內的想法 (相對於分析師的板塊的平均水平)。

優於整體板塊 (O)：預期未來 12 個月的回報大幅高於板塊平均數。**與板塊持平 (SP)**：預期在今後 12 個月會與板塊平均值持平。**遜於整體板塊 (U)**：預期在今後 12 個月會大幅低於板塊平均值。**受限制 (R)**：RBC 在某些合併或重要交易以及某些情況下擔任顧問時，RBC 政策禁止進行某些類型的溝通，包括投資建議。**無評級 (NR)**：由於法律、規管或政策的限制 (例如 RBC 資本市場有限公司在某公司擔任顧問角色)，該公司的評級、目標價格和估計會被刪除。

風險評級：投機風險評級反映證券的財務或營運可預測性較低、股票交易量流動性較差、資產負債表槓桿率較高，或營運歷史有限，導致對財務和/或股價波動的預期較高。

估值以及評級和目標價格面臨的風險

RBC 資本市場有限公司在研究報告中對一家公司進行估值時，美國金融業監管局規則和紐約證券交易所規則 (已納入美國金融業監管局規則手冊) 要求說明估值的依據以及獲得估值的障礙。在適用的情況下，這些信息分別包含在我們的研究報告中題為「估值」及「評級和目標價格面臨的風險」的部分。

負責編寫本研究報告的分析師已經 (或將要) 獲得基於各種因素的報酬，包括 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的總收入，其中一部分收入是或已經是由 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的投資銀行業務活動產生的。

其他信息披露

借助全國研究資料來源編寫。RBC 財富管理編寫本報告，並對報告的內容和分發承擔全部責任。報告內容可能根據 (或至少部分根據) 我們的第三方研究服務代理所提供的資料編寫。我們的第三方代理已授予 RBC 財富管理使用其研究報告作為原始資料的一般許可，但並未審查或批准本報告，也未被告知本報告的發表。我們的第三方代理可能會不時持有本文提及的證券的長倉或短倉、進行交易或做市。我們的第三方代理可能會不時為本報告中提及的公司提供投資銀行業務或其他服務，或向其招攬投資銀行業務或其他業務。

RBC 財富管理盡一切合理努力，同時向所有符合條件的客戶提供研究報告，並考慮到海外司法管轄區的當地時區。在某些投資顧問賬戶中，RBC 財富管理或指定的第三方將擔任我們客戶的外包經理，並在收到本報告後為這些賬戶啟動報告中提及的證券交易。這些交易可能在您收到本報告之前或之後發生，並可能對發生交易的證券的市場價格產生短期影響。RBC 財富管理的研究報告發佈在我們的專有網站上，以確保符合條件的客戶及時收到評級、目標和意見的輸入和變更。銷售人員可以透過電郵、傳真或普通郵件進行額外的分發。客戶亦可透過第

三方供應商收取我們的研究報告。請與我們的 RBC 財富管理財務顧問聯絡，瞭解有關 RBC 財富管理研究的進一步詳情。

利益衝突的信息披露：RBC 財富管理已經在證券交易委員會作為經紀人／經銷人和投資顧問註冊，提供經紀和投資顧問服務。RBC 財富管理的《管理投資研究的利益衝突政策》可瀏覽網站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2> 與我們的投資顧問務相關的利益衝突，請參閱公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》。相關文件的副本可向財務顧問索取。我們保留隨時修改或增補此項政策、《ADV 表第 2A 部分附件1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》的權利。

作者受僱於以下其中一間機構：美國 RBC 財富管理——RBC 資本市場有限公司的分部，後者為證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；RBC 多美年證券有限公司——證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行香港分行，受香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）監管；加拿大皇家銀行新加坡分行——持牌批發銀行，主要辦事處位於新加坡；RBC 歐洲有限公司——持牌銀行，主要辦事處位於英國倫敦。

第三方免責聲明

全球行業分類標準（「GICS」），是由摩根士丹利資本國際有限公司（「MSCI」）及標準普爾金融服務有限公司（「標普」）開發，是其專有財產及服務商標，加拿大皇家銀行獲准使用。MSCI、標普或任何其他參與製成或編纂 GICS 或任何 GICS 分類的各方均不對此類標準或分類（或使用此類標準或分類將獲得的結果）作出任何明示或暗示的保證或陳述，所有上述各方特此明確聲明不對任何此類標準或分類的原創性、準確性、完整性、適銷性和特定用途的適用性作出任何保證。在不限制上述任何規定的前提下，在任何情況下，MSCI、標普、其關聯公司或參與製作或編纂 GICS 或 GICS 分類的第三方均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或其他損害（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

免責聲明

本報告中包含的資訊由 RBC 資本市場有限公司分部 RBC 財富管理根據相信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、RBC 財富管理及其關聯公司或任何其他人士對此類資訊的準確性、完整性或正確性不做任何明示或暗示表述或保證。本報告的所有觀點和推測，均為 RBC 財富管理截至本報告發佈之日的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。過往的表現並不代表未來的業績，未來的回報並沒有保證，原初的資本亦有可能會損失。加拿大各省、美國各州以及世界上大多數國家都有自己的法律，對可以向本國居民提供的證券和其他投資產品的類型以及相關程序做出規定。因此，本報告中討論的證券在某些司法管轄區可能不符合銷售條件。本報告不是，且在任何情況下都不應被解釋為，任何未依法獲准在任何司法管轄區開展證券經紀或交易業務的個人或公司，在該司法管轄區以證券經紀或交易商身份進行的招攬。本報告中的任何內容均不構成法律、會計或稅務建議或針對個人的投資建議。本資料供客戶（包括加拿大皇家銀行關聯公司的客戶）傳閱，並不考慮任何特定人士的具體情況或需求。本報告中包含的投資或服務可能不適合您，如果對此類投資或服務的適合性有疑問，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，對於因使用本報告或其中包含的信息而引起的或與之相關的直接、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