

特別報告



Wealth
Management
財富管理

全球
透視

2024 年度展望

債券回歸。



製作時間：美國東部時間 2023 年 11 月 28 日下午 1 時 17 分；分發時間：美國東部時間 2023 年 12 月 4 日下午 3 時

重要及必須的非美國分析員披露，請參閱[第 36 頁](#)。

通過加拿大皇家銀行財富管理提供的投資和保險產品未經聯邦存款保險公司 (FDIC) 或其他任何聯邦政府機構保險、並非銀行存款或其債務或由銀行或任何銀行附屬機構擔保，可能存在投資風險，包括可能損失投入的本金。

全球透視 2024 年度展望

目錄

3 市場概況：新局面

股票投資者面臨持續困難，而債券孳息率上升的環境也改變了局面。

8 美國

股市面臨的橫流比往常更多，但債券市場可能帶來豐厚的回報。

13 加拿大

雖然加拿大股票市場存在一些機會，但債券市場是多年來最吸引。

17 英國

滯脹風險和可能舉行大選顯示 2024 年的環境將十分波動。

22 歐洲

2024 年可能是財政和結構改革工作獲得最大推動力的一年。

27 亞太地區


日本股市仍然吸引，而在固定收益方面我們傾向於投資級別公司債券。

31 大宗商品

33 貨幣

35 研究資源

36 要求披露



全球透視 2024 年度展望

市場概況

新局面

Jim Allworth

加拿大溫哥華

在經濟可能衰退的背景下，股市低走而債券孳息率飆升，使投資者在踏入 2024 年時面臨著多項持續的困難，但又可再次利用可靠的傳統工具來提高回報和管理風險。我們會探討債券在均衡投資組合中再次成為股票的重要補充如何改變了局面，以及投資者應如何適應。雖然當前的金融狀況似乎會引發衰退，但我們仍然充分投資於股票，以受惠於大型股指數在未來幾個月可能開創新高。

要點

- 在各央行結束債券購買計劃 (量化寬鬆) 之後，債券孳息率十多年來首次回升到一個水平，使固定收益在均衡投資組合中成為股票完全可用的理想輔助工具。
- 但是，債券孳息率大幅上升也增加了企業的成本、對利潤率造成壓力，同時減少消費者可花費的收入。我們認為，這些因素再加上信貸條件的限制性已高，增加了明年經濟衰退的可能性。人們對「硬著陸」和「軟著陸」仍然爭論不休——我們認為這兩種結果都有可能。
- 美聯儲和其他央行已經結束加息，投資者因而憧憬會快過預期減息。這帶動了股市反彈，部分大型股指數可能在反彈結束前創下新高。

反覆上落 ...

... 這幾乎是過去兩年全球主要股票市場的寫照。股市從 2020 年春季疫症期間的低點急速上揚 (見表)，大多數指數約在 21 個月後見頂，此後一直在消化這些龐大升幅。

股市大幅走高... 隨後休整

本地貨幣指數表現

索引	2020 年 3 月至	2021 年 12 月至
	2021 年 12 月	2023 年 11 月
標普 500 指數 (美國)	120%	-6%
標普/多倫多綜合指數 (加拿大)	99%	-9%
MSCI 歐洲	82%	-9%
富時全股指數 (英國)	49%	2%

數據來源 - FactSet；數據截至 2023 年 11 月 20 日

2023 年股票指數的升幅絕大多數是來自標普 500 指數中的所謂「七巨頭」科技股和科技相關股 (Alphabet、亞馬遜、蘋果電腦、Meta、微軟、英偉達和特斯拉)。不包含這些股票的指數 (加拿大多倫多證券交易所指數、摩根士丹利資本國際歐洲指數和英國富時全股票指數) 的估值要低得多，表現也不如標準普爾 500 指數。

適當行動

在過去幾年股票指數停滯不前，但債券孳息率卻一路飆升，達到了全球金融危機之前未見的水平。15 多年以來，投資者在投資組合的債券到期時第一次不用在別無選擇下以低得多的息率將收益再投資，甚或更不情願地轉投高風險債券或高回報股票，以填補當前的收益缺口。

現時，投資於政府債券和投資級別公司債券的回報可高過 5%。我們相信這會使債券再次成為均衡投資組合中股票的重要輔助工具，一如既往可減低波動性、帶來可預測的回報以及不用擔心到期時的價值。

固定收益孳息率之所以達到新高，是因為以美國聯儲局為首的各國央行放棄了在過去 15 年裡大部分時間實施的大規模債券購買計劃 (又稱量化寬鬆政策)。這些措施的目的是在全球金融危機、歐洲主權債務危機和疫症之後，將債券孳息率推得遠低於市場力量可以帶動的水平，藉此支援發達經濟體。

美國國庫券和投資級別公司債各佔一半的債券投資組合的預期回報



數據來源 - 彭博社、加州公務員退休基金；數據截至 2023 年 11 月 17 日

債券孳息率上升的新環境對股票意味著什麼？

首先，這減少了為實現長遠財務計劃而購買股票獲取收入的需要。

在疫症後期間，標準普爾 500 指數一度有 60% 以上的成分股的股息率超過美國 10 年期國庫券孳息率。與其多年持有低息率的債券，投資者可以購買穩健的知名公司的股票，該公司股息回報較高且有望定期加派股息。

因此，在需要提高投資組合收益的推動下，散戶投資者投資組合中的股票投資比例在債券孳息率受到央行極端政策嚴重壓制的那段時期上升。一些均衡型基金和長俸基金亦有增加股票投資的趨勢。

我們認為，這種明顯的收入增加機會現時並非比比皆是。股息回報可媲美或優於債券孳息率的公司往往面對其他問題。

如果散戶投資者和長俸基金發現能夠實現一己的長遠目標收益並在過程中承擔更少風險，許多人可能會選擇這樣做。未來數月和數季的一個特點，可能是將股票投資降低幾個百分點並將資金重新部署到固定收益。

其次是在利率上升下，企業再融資舊貸款和尋求新貸款意味著利息成本可能會上升，如果這些成本不能完全轉嫁給客戶，利潤率就會受到擠壓。

只有規模最大、最穩健的企業才能利用疫症期間的超低利率發行長期債券。多數人都要接受更短的期限。約 20% 的高孳息債券（即較低質發行商的債券）將在未來 18 至 36 個月內到期，屆時必須以更高的息率再融資，這對某些人來說可能並不容易。更

多公司正受到浮息債券成本快速上升擠壓。後一類公司包括許多小型公司，我們認為這在一定程度上解釋了為何這類公司的股票在過去一年表現持續不佳。

最後，借貸成本急劇上升降低了個人客戶和企業客戶的可花費收入。美國消費者正面對按揭貸款、汽車貸款和信用卡利率上升的問題。與此同時，4,400 萬美國人再開始每月償還學生貸款。

爭論仍然未止

與此同時，關於美國經濟會硬著陸還是軟著陸的爭論仍然繼續。在美國全國經濟研究所的商業週期日期認定委員會確定任何經濟衰退的正式開始日期之前，這個問題不會有定論。日期通常是在經濟衰退開始一年之後宣佈，因此宣佈本身對投資者並無多大幫助。

我們認為跟過去一樣，現時利率高企和銀行貸款標準具限制性會引發經濟衰退。另一方面，軟著陸的特點向來是利率上升但貸款標準沒有明顯收緊。

而類似的情況，即高利率和限制性貸款，已經對加拿大、英國和歐元區造成拖累。在 2023 年的首九個月，這三個國家的國內生產總值增長都不及美國。

當然，我們對美國經濟衰退的預期可能是錯誤的。疫症突然結束了美國歷史上持續最長的經濟擴張。應對公共衛生危機的政策同樣迅速地啟動了新的經濟增長。過去幾年的財政和貨幣政策重大決定轉變繼續對經濟走勢產生影響，並可能會持續到 2024 年。在 2024 年，上述不利因素可能只會使經濟增長放緩，並不會使國內生產總值多季全面下滑。


這可能足以使標準普爾 500 指數的盈利繼續增長，儘管增幅可能不及目前的 2024 年市場預期 (每股 245 美元，比 2023 年預期的 220 美元高 11.4%)。我們認為從現在到 2024 年底，任何盈利增長都使股價有可能上升，儘管有關路向仍存在爭議。

最近由於通脹數據進一步改善和美聯儲暫停加息，股市一直反彈，這可能是由於第三季國內生產總值和盈利增長超乎市場預期。我們認為升勢可能會持續到新的一年。

目前，我們建議充分投資於股票，因為以標準普爾 500 指數為首的一些大型股指數在未來數月很有可能開創歷史新高。然而，我們認為投資者應將個股選擇限制在他們願意在經濟衰退期間持有的公司，我們認為衰退是未來數季最有可能出現的經濟情況。我們認為這是指資產負債表強勁、可持續派股息以及商業模式對經濟週期不太敏感的優質企業。

我們認為側重強韌優質公司的最大理由是一直存在的經濟不利因素將逐漸消失，並可能在 2024 年後段完全消散。股市通常會在新一輪經濟擴張開始之前幾個月有所預期。當經濟增長步伐轉強，我們認為價值保持在平均水平以上的投資組合最能夠掌握屆時出現的機會。

如果需要對均衡投資組合進行更具防守性的結構性調整，對於希望規避風險的投資者來說，債券是十分合理的選擇。



全球透視 2024 年度展望

美國

美國國庫券孳息率上升為投資者提供比多年來更廣泛的投資選擇，這意味著股票和債券正在爭奪投資資金。標準普爾 500 指數估值高於平均以及華爾街對企業盈利展望樂觀，使經濟前景樂觀。我們認為債券市場有可能帶來豐厚回報，尤其是某些信貸風險較低的領域。

美股

潛在經濟結果有多種可能。

美國股市在任何時候都會面對多種經濟和政策的交叉影響，長線投資者應該早已習慣。但是，我們認為 2024 年的交叉電流比往常更多。

首先，潛在經濟結果異常廣泛。 美聯儲有可能實現夢寐以求的軟著陸（即避免經濟衰退），甚至實現高於趨勢的增長。但是，投資者應該準備好經濟有可能陷入衰退。加拿大皇家銀行的經濟師預期，美聯儲的進取加息週期最終會限制國內生產總值增長，使經濟在 2024 年溫和衰退。

其次，市場似乎已經準備好迎接美好前景。 目前，我們不認為標準普爾 500 指數可以應對經濟不利或動盪。繼 2023 年反彈之後，有證據顯示股市已為順利軟著陸做好準備。行業分析師一致預測標準普爾 500 指數 2024 年每股盈利為 245 美元，按年增長 11.4%。這項預測再加上股市的市盈率高於平均水平 18.4 倍，使經濟幾乎沒有令人失望的餘地。當經濟衰退時，市場通常會下調預期，利潤亦至少會萎縮幾個季度。

第三，選舉可能會產生噪音。 由於 2016 年和 2020 年選舉產生爭議，投資者可能更加憂慮 2024 年的競選。新聞頭條和社交媒體帖子都在煽風點火，但投資者應保持冷

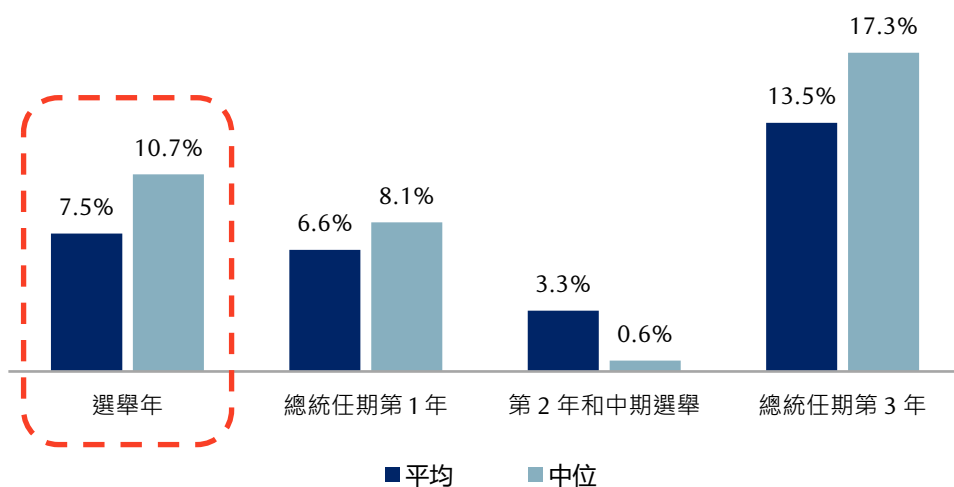
Kelly Bogdanova
美國三藩市

靜，因為股市歷來在大選年表現良好。自 1928 年以來，標準普爾 500 指數平均上升 7.5%，且在大選舉年結束時幾乎 75% 的時間都是處於上升狀態。較諸華盛頓由哪個政黨控制，我們認為美聯儲政策和經濟週期對股市回報的影響更大。

第四，股市有競爭。 多年來，股票市場較債券市場享有優勢。由於債券孳息率異常低，故流入股市的資金比平時更多。但現在利率高企且美聯儲有可能在 2024 年開始減息，這可能會推高債券價格。因此，我們認為 2024 年可能會有更大比例的增量現

美國股市的四年表現模式歷來與大選有關聯

標準普爾 500 指數自 1928 年以來在總統選舉週期的表現



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理，彭博社；以截至 2022 年的年度數據為依據

金流入債券而非股市，從而妨礙股市上升。跟過去 10 年相比，投資者現在有更多選擇，股市需要適應這種競爭。

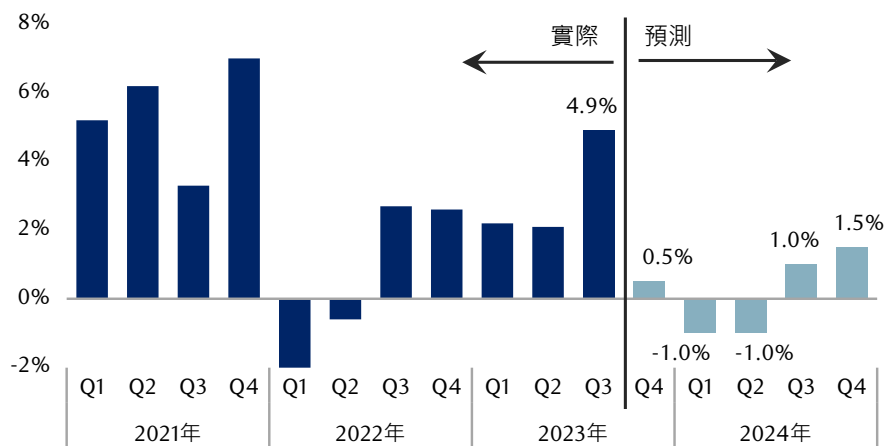
股市在 2024 年還可能面臨許多其他因素，包括美聯儲減息時間和幅度的不確定性、華盛頓預算功能持續失調、現有軍事衝突可能擴大以及其他地緣政治風險。

但我們認為，標準普爾 500 指數未來 12 至 18 個月的回報在很大程度上取決於美國經濟會否衰退 — 我們認為這是最大的橫流。好消息是，即使出現經濟衰退並引發調整，股市通常會反彈並在衰退期中途確立新的上升趨勢。出現調整時，長線投資者歷來都會增加股市投資從中獲利。

踏入 2024 年，我們建議繼續以市場比重投資於美股，藉此平衡經濟衰退的風險與避免經濟衰退的可能性。 有鑑於潛在經濟結果廣泛，故宜靈活部署各板塊和行業。我們預期股市表現將超越七大科技相關股和在 2023 年大部分時間大幅跑贏大市及主要造就標準普爾 500 指數上升的三個板塊。我們會將投資組合的持倉傾向估值合理的優

預期 2024 年經濟增長將回落

美國實質國內生產總值增長和加拿大皇家銀行的預測



數據來源 - 彭博社 (實際結果) · 加拿大皇家銀行經濟研究所 (估計)；數據截至 2023 年 11 月 13 日

質公司，這些公司產生可靠的現金流、可持續增派股息、負債較低和管理團隊強大。我們還看好小型股，因為其絕對估值和相對估值異常低，似乎已經反映經濟衰退。

美國固定收益

在經歷了漫長崎嶇的道路後，債券有望在 2024 年反彈。

克服逆境。 近年來，美國債券市場面臨著相當大的困境。在 2021 年之前，彭博美國綜合債券指數 (通常簡稱為「綜合指數」) 自 1976 年創立以來，只有三年的總回報率為負值，而且從未在連續的曆年錄得負值。截至 11 月 12 日，綜合指數仍有可能連續第三年出現負回報。

但是，債券往往像某些人一樣在壓力下表現最好，我們預期債券會在 2024 年強勁反彈。

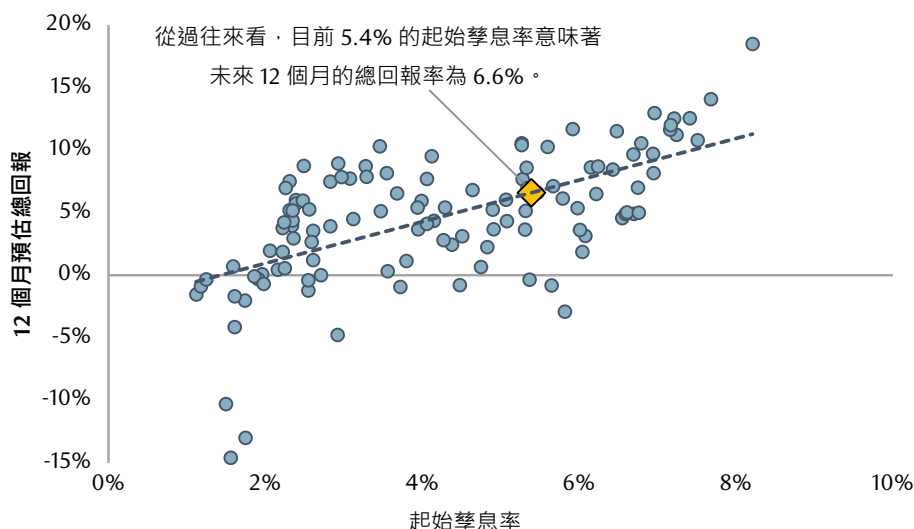
債券之所以能為投資者帶來穩定業績，主要原因在於其帶來收益。當孳息率上升，賺取的收入往往足以抵銷大部分物價波動。如上圖所示，投資者在下一年可望獲得的起始孳息率跟後繼總回報率之間存在很強的關聯性。有鑑於此，2022 年是債券有史以來表現最差的一年不足為奇，因為起始孳息率僅為 1.75%。孳息率上升以及跟孳息率背道而馳的債券價格下跌，一點都沒有被票息所抵銷。

在 2023 年即將結束之際，綜合指數孳息率現在接近 5.5%，是 20 年來最高。就此較高的起始點而言，根據過去所見 2024 年的債券回報率有望達到 6.6%。這已相當不俗，但我們認為債券的表現可能會更好。在任何一年中，債券市場只有約 40% 的表現是由孳息率帶動，其餘來自價格變動，而這正是帶動額外表現的因素。

Thomas Garretson, CFA
美國明尼阿波利斯

正確起步

起始孳息率高表示 2024 年債券總回報率將回復為正值



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理，彭博美國綜合債券指數；以 1993 年 12 月 31 日至 2002 年 9 月 30 日的季度數據為依據

基準 10 年期國庫券孳息率在很大程度上支撐我們對債券市場其他領域的表現預期。加拿大皇家銀行資本市場預測當前孳息率 4.6% 會在 2024 年底之前下跌至 3.95%，故除了賺取 4.6% 孳息率之外債券價格還會在一年內上升約 5%，令總回報率接近 10%。

但如果孳息率持續上升將會如何？由於債券表現欠佳接近三年，故這個問題問得合理。孳息率必須上升到 5.3%，10 年期國庫券才會在 2024 年產生負回報。雖然這並非不可能，但並不容易達到故我們認為可能性是相對小。這是因為根據彭博社最近的分析師調查，我們預計美聯儲開始減息的時間會早過 2024 年第四季的市場預期。

美聯儲展望。 美聯儲自己也承認，加息至今的影響只是剛剛見諸美國經濟。我們認為這種情況將在 2024 年上半年表現為溫和經濟衰退，屆時美聯儲可能會從明年夏天開始連串減息。

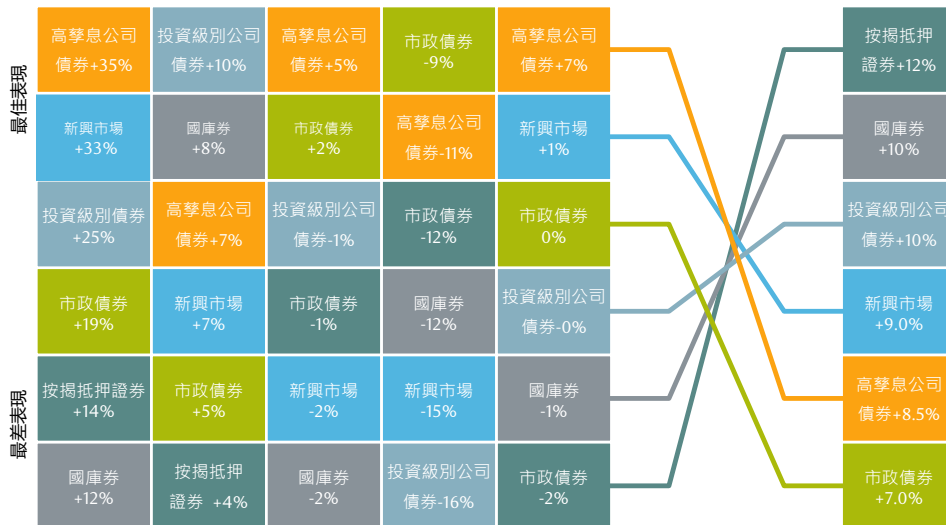
我們認為，債券市場對減息的重新預期會最明顯見於孳息率曲線的短端。加拿大皇家銀行資本市場認為，3 個月國庫券孳息率會在明年從最近的 5.4% 下降至 3.9%。有鑑於此，我們認為投資者應積極退出現金及/或現金等價物而轉投長債，在孳息率下跌之前鎖定孳息率更長時間。

板塊策略。 下圖列出了我們的 2024 年市場表現預期。大多數板塊都可能表現強勁，但信貸風險較低的板塊應該會跑贏大市，例如國庫券、按揭抵押證券和投資級別公司債券。我們認為與國庫券相比，高孳息公司債券和市政債券目前是過高。我們預

期隨著經濟增長放緩，這些估值將在 2024 年回復至更正常的水平，因此回報率可能會略微落後於市場的其他領域。

2024 年債券市場表現將重拾正軌

美國固定收益資產類別的歷史和預測回報



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理，彭博巴克萊債券指數；*2023 年回報率截至 2023 年 11 月 9 日



全球透視 2024 年度展望

加拿大

加拿大經濟尚未走出困境，但我們認為加拿大銀行的加息週期已接近尾聲，家庭資產負債表所承受的壓力應該會逐漸減弱。我們在能源行業看到機會，而長線投資者則可以在銀行股找到價值。我們認為固定收益市場是 16 年來最吸引的，因此宜從短期債券轉投長期債。

加拿大股票

消費開支出現了明顯的疲軟跡象。

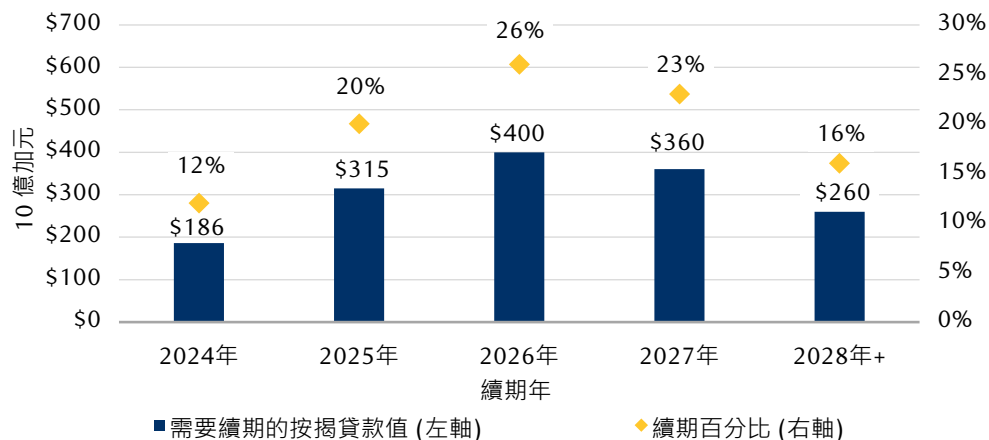
加拿大消費者在 2024 年仍將受注視，原因是限制性貨幣政策及其對消費者的財務影響繼續滲入加拿大經濟。家庭負債增加所帶來的非系統風險再加上房地產對經濟的影響過大，導致加拿大的經濟環境相對於槓杆率較低的南部鄰國更為疲軟。家庭預算開始感受到加息的壓力，消費開支有明顯的疲軟跡象。加拿大皇家銀行經濟研究所表示，加拿大人在生活必需品上的支出比一年前增加接近 10%。與此同時，非必需支出的增幅也放緩，餐廳和旅遊支出呈下降趨勢。加拿大樓市在 2023 年呈強勢，但現時似乎也陷入停滯，淨資產減少的心理影響進一步為加拿大家庭增添壓力。

一絲安慰？ 越來越多證據顯示隨著經濟背景疲軟，通脹風險正在緩解。加拿大皇家銀行經濟研究所預計如果這種情況繼續下去，加拿大銀行不會再加息。以浮息按揭貸款的加拿大人可鬆一口氣，因為每次加息都會增加還款額或降低本金支付比例。對於在未來幾年要續期按揭的人來說，貨幣政策最終放寬 (即利率降低) 更為重要。加拿大皇家銀行資本市場估計，2025 年、2026 年和 2027 年將分別有 20%、26% 和 23% 由加拿大的銀行發放的住宅按揭貸款要到期續貸。

Sunny Singh, CFA
加拿大多倫多

預計到 2026 年加拿大按揭貸款續期率將大幅上升

估計將續期的加拿大特許銀行住宅按揭貸款



註：由於未顯示 2023 財政年度剩餘時間的續期情況，因此分佈未達到 100%。

數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場、加拿大皇家銀行財富管理、公司報告；數據截至 2023 年 10 月 31 日

我們認為利率的變化軌跡以及對加拿大消費者的最終影響，將對加拿大的銀行產生明顯影響。加拿大數間銀行最近為未來信貸損失撥備時提到利率「持續高企」的風險。銀行估值繼續反映不確定的環境，銀行業的估值現時大幅低於其長遠平均，並接近全球金融危機和疫症初期的低位。儘管難以找出因素使估值在信貸週期的現階段改善，我們相信追求收益的長線投資者可以在加拿大的銀行股找到機會。

我們預期能源板塊的表現主要受大宗商品價格影響。我們要強調的是，在建設性的經濟環境下，能源投資者有能力通過回購和股息獲得可觀的現金回報。不過，即使經濟背景持續艱巨，加拿大的能源公司因資產負債表穩健及資本支出需求合理而更有能力應對。我們繼續建議在 2024 年持有加拿大最優秀的能源生產商，尤其是追求收益的投資者。

總的來說，我們認為加股在 2024 年應受到其相對於歷史的折讓估值支撐，如果通脹壓力持續，資源成份股可提供某程度的對沖。

加拿大固定收益

利率風險越來越具兩面性。

Luis Castillo

加拿大多倫多

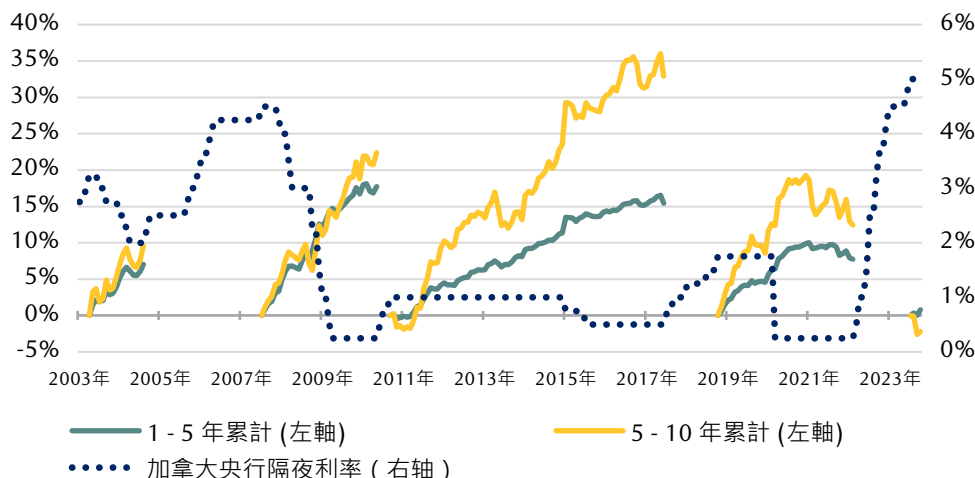
2023 年大部分時間所見的債券孳息率急劇上升已開始減弱，因為加拿大銀行似乎更加堅定地採取觀望，選擇暫緩加息以評估先前實施的連串加息的累積經濟影響。儘管通脹率仍遠高於加銀的預期，但經濟增長勢頭正在減弱，國內生產總值按月增長數據放緩就證明這點，在一定程度上緩解了加銀繼續同樣進取加息的壓力。儘管如此，加銀仍對通脹數據出乎意料上行保持警惕，以便在有必要時再加息。由於加銀可能即將結束政策收緊機制，而且貨幣政策在很大程度上取決於按月經濟數據，我們認為利率一味上調的風險正在降低。換句話說，我們認為利率前景變得更加兩面性，故此更有理由在固定收益投資組合中延長存續期。

回顧近期的貨幣政策週期可以發現，在加銀上次加息後延長投資組合的存續期會較短期策略帶來更高總回報。例如誠如圖中可見，在加銀最後一次加息後，彭博加拿大 5 至 10 年期綜合指數的表現一直優於較短期的 1 至 5 年期指數。

加銀加息接近 500 個基點時，期間我們在短債避險長達三年，我們認為現在考慮延長投資組合的存續期十分合理。儘管存續期的風險回報率目前更吸引，我們認為投資者還是應該謹慎地根據自己的利率波動承受能力來調整持倉。這種存續期觀點可應用於投資組合，同時通過階梯式延長期限來保持一定程度的存續期多樣化，使投資組合面臨更高的利率敏感性，同時盡量減少回報波動，這應該會使回報路徑更暢順。

在政策利率見頂後，較長期的債券往往跑贏

加拿大銀行在加息週期最後一次加息後的總回報率



數據來源 — 加拿大皇家銀行多美年證券公司 · 彭博；數據截至 2023 年 10 月 31 日

在當前的高息環境下，企業不得不掏錢發行新債和將舊債再融資，在許多情況下成本比 2020 年高三倍。儘管企業面臨更嚴苛的條件和更困難的經營環境，投資者對企業債券違約風險所要求的額外孳息補償仍只是局限於某個區間，我們認為還遠未達到顯示未來經濟將出現問題的水平。

另一方面，我們仍然預計企業在短期內會一定程度受困，而信貸亦會有某程度的調整。因此，我們減少側重公司信貸債券，同時在公司債券配置中偏向更優質素（即投資級別）。儘管如此，我們認為從歷史角度來看債券孳息率整體具吸引力，起始孳息率較高可為進一步加息提供一定的緩衝。

我們認為無論採用哪種債券投資方式——買入並持有至到期還是擇機入貨或沽貨——基礎息率較高都使今天投資債券比過去十六的任何時期更吸引。我們認為過去三年孳息率飆升雖然為現有債券持倉帶來痛苦，但更有可能透過信貸工具在未來獲得可媲美股票的回報。



全球透視 2024 年度展望

英國

經濟增長低迷和持續通脹令人擔憂顯示如果勞動力市場進一步惡化，英國很可能在 2024 年陷入滯脹。我們認為英倫銀行不太可能在下半年之前減息。儘管宏觀經濟背景不容樂觀，我們認為投資者只要保持耐性仍有機會。英國股票估值吸引，基本上不受青睞且具有防守性特點。英國債券方面，我們傾向於進一步增持國債並在短期內延長存續期。

英國股票

英國仍然受困，但不受青睞的英股卻提供機會。

換防？ 英國下次大選可能在 2024 年舉行。鑒於傳統左翼工黨一年多來在民調中一直大幅領先，該黨執政後如何施政值得深思。

在黨領袖凱爾·斯塔默爵士的領導下，工黨改變了立場。向高收入人士加稅以至公用事業國有化等各項激進左翼派系政策全被放棄。工黨似乎已轉型至中間派，並顯著改善了與企業界的關係。整體而言，我們認為工黨獲勝不會引發金融市場強烈的負面反應。

工黨還希望與歐盟建立更密切的關係，包括對「某些部門」進行統一監管，並接受歐洲法院的某些監督。工黨也尋求放寬對新住房規劃流程的規管、加強就業權利和推動向低碳經濟轉型。

我們認為其中一些目標可能難以實現。歐盟不太可能接受這種「以偏概全」的做法，而國家計劃政策改革因為有可能改變格局而在當地繼續遭到強烈反對。重要的是，工黨接手掌管的會是飽受創傷的國家 — 不僅來自英國脫歐，還來自英倫銀行三十年來最快的貨幣政策收緊狂潮 — 而且負債累累，總債務在國內生產總值的佔比接近 100%。以上種種都可能限制新政府振興經濟的能力。

Frédérique Carrier

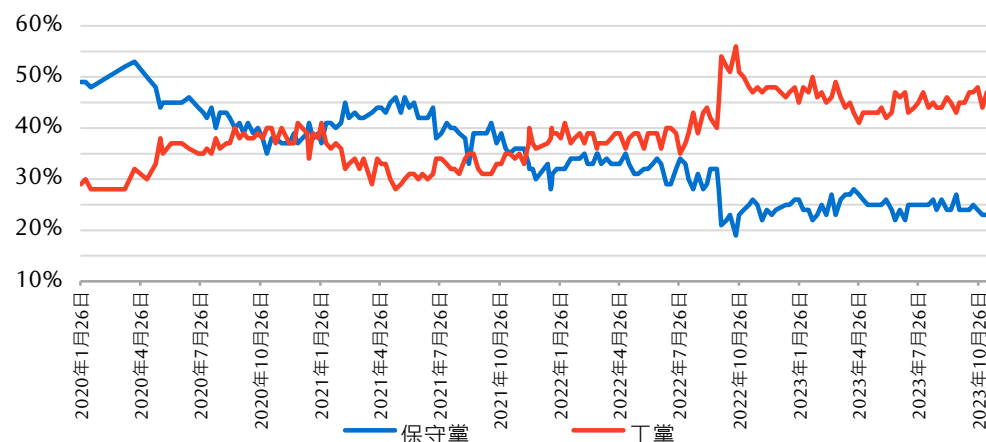
英國倫敦

Thomas McGarrity, CFA

英國倫敦

工黨表現連續兩年領先保守黨

YouGov 的威斯敏斯特投票意向追蹤指標



數據來源 - YouGov；數據截至 2023 年 11 月 8 日

經濟受困。 我們認為隨著大手加息的全面影響逐漸滲入經濟，顯示 2023 年全年疲弱的經濟數據可能會進一步下滑。隨著通脹下降，實際工資提高可能會局部抵銷這種影響。這很大程度上取決於勞動力市場。風險在於如果加息影響對企業毛利構成壓力，勞動力市場可能會走弱。失業率從 1 月份的 3.7% 上升到近期的 4.3%。總體而言，經濟學家一致預期 2024 年的國內生產總值增長率僅為 0.4%，與 2023 年持平。

儘管增長展望如此疲軟，我們認為英倫銀行可能會在 2024 年的大部分時間將銀行利率維持在目前的 5.25%。核心通脹率為 5.7%，依然僵固。

我們認為英國存在滯脹風險，這種狀態的特點是通貨膨脹率相對較高、經濟增長緩慢及失業率上升。

受冷落的市場有好機會。 我們承認本地經濟前景艱巨，但繼續建議以市場比重持有英股。我們預計 2024 年全球經濟和全球股市將更加波動，故認為富時 100 指數的防守性質會發揮作用。這項英國藍籌股指數的防守股佔比相對較大（例如醫療保健和必需消費品）。此外還有較多「舊經濟」產業，包括能源（約佔富時 100 指數的 14%），我們認為鑑於供給面緊張、估值不高及盈利勢頭正在改善，故目前該產業的風險回報較高。重要的是英股估值似乎不高，幾乎每個板塊都異常低於歷史水平。

鑒於國內經濟前景充滿挑戰，我們對收入主要來自英國的公司保持審慎。我們繼續建議側重全球多元化的優質企業。在整個市場上，許多在英國上市的全球領先公司的估值倍數仍顯著低過在其他市場上市的國際同業。我們認為這些全球公司在「英國市場估值低」得不合理，對長線投資者構成機會。

與全球股票相比，英國股票是 10 年以來最便宜

富時全股指數相對於富時全球指數的估值



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社

英國固定收益

固定收益的機會之窗似乎已經完全打開。

對於債券投資者來說，問題不在於英倫銀行還會加息多少，而是何時會首次減息來推動債券孳息率。由於通脹和工資增長仍然居高不下，我們的基本假設是在 2024 年上半年之前都不會減息。貨幣政策委員會可能會保留加息選擇權，但我們認為進一步加息的門檻仍然很高，5.25% 可能是本輪加息週期的峰值。目前，市場預期 2024 年第四季會累計減息約 75 個基點達到 4.56%。

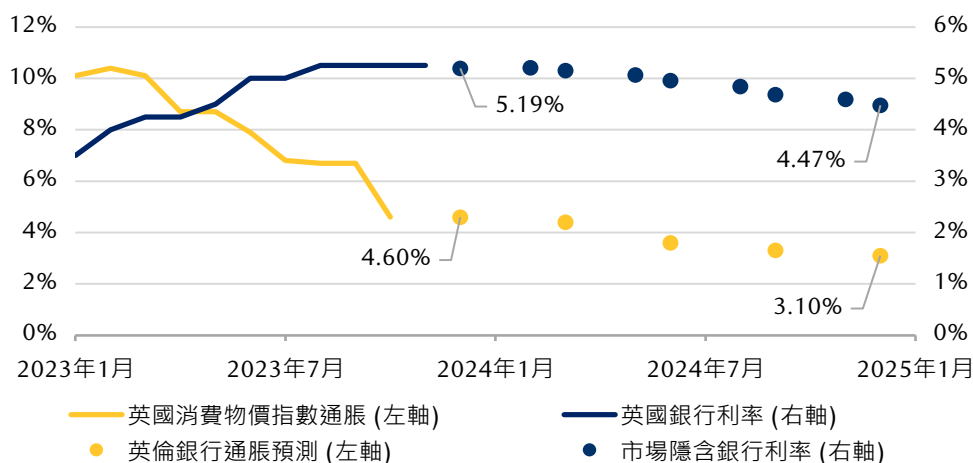
通脹率可能會達到英倫銀行的 2023 年第四季預期，但離 2% 的目標仍遠。十一月份貨幣政策報告採用了十月份的市場預期，即 2024 年全年銀行利率為 5.25%。在這種情境下，通脹率在 2025 年第四季僅低於目標值，但這項估計值存在上行風險——令我們更相信不會在 2024 年上半年減息。一旦通脹或工資數據持續大幅超乎貨幣政策委員會的預測，應對政策很可能是保持利率高企更長時間，使金融狀況維持限制性，儘管這樣會打擊經濟增長。我們認為上半年不減息的觀點存在風險，就是經濟增長前景惡化和按揭貸款再融資的不利因素進一步窒礙消費需求，這可能會使通脹降溫得快於我們預期。

雖然英國經濟的表現略好於我們預期，但未來 12 到 18 個月的經濟增長前景大體趨平，我們認為經濟衰退的風險仍然很高。加拿大皇家銀行資本市場預測 2024 年第一季度增長將停滯在按季 0%，隨後幾季將溫和回升，2024 年的增長率僅為按年 0.1%。

Rufaro Chiriseri, CFA

英國倫敦

市場不受英倫銀行「持續高企」的言論影響



預測顯示 2023 年 11 月的英倫銀行內部預測；數據截至 2023 年 11 月 15 日。

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社、英倫銀行

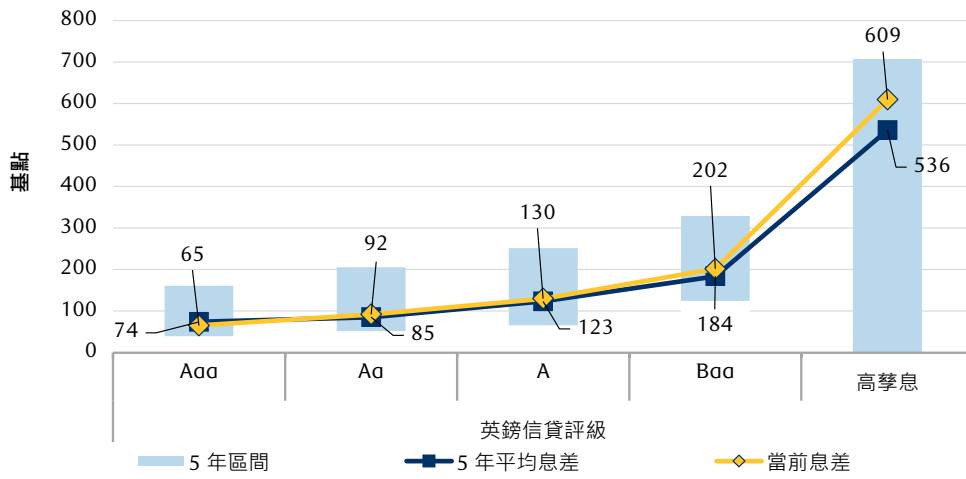
英國國債供應方面，英倫銀行官員誠如市場預期正在以 12 個月內減少 1,000 億英鎊的速度縮減資產負債表 (即量化收緊)。根據最近的政府報告，公共財政的表現好於三月份的最初預測，因此本財政年度的借貸需求較低。加拿大皇家銀行資本市場預期本財年的國債發行量將減少 200 億英鎊，總供應量約為 2,180 億英鎊。英國國債需求依然強勁，但我們正密切注視未來債券拍賣有否需求減弱的跡象，因為這可能會使孳息率上升。在短期內我們傾向於進一步增持國債並延長存續期。

2023 年信貸市場的表現好於我們預期，但不清楚這種「黃金期」會持續多久。信貸息差從一年期來看似乎拉闊，但從五年期來看是較接近公允值。因此，我們認為息差擴大的風險仍然很高。企業違約率仍然很低，但信貸基本面正在惡化。由於企業盈利疲軟，非金融發行人的債務槓杆率有所上升。此外，加息也導致利息覆蓋率轉差——衡量公司盈利能夠支付利息成本的倍數。

儘管如此，我們認為非週期性發行商和高級銀行債券有機會。我們仍抱持審慎，較諸高孳息債券我們更青睞優質的短期投資級別債券，因為風險正傾向下行。

我們認為「槓鈴」方針提供最吸引的機會，因為能以更優質政府債券配置抵銷企業信貸風險。

低質債券信貸息差高於本身的五年平均



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社；數據截至 2023 年 11 月 10 日



全球透視 2024 年度展望

歐洲

地區經濟陷入困境為改革帶來新的動力。提高單一市場效率的建議將於春季提出；這些建議將由年中選舉產生的新一屆歐洲議會負責落實。對股票而言，宏觀經濟和盈利勢頭的減弱仍是不利因素。當有跡象顯示區內相對經濟增長勢頭明顯改善時，我們才會較趨樂觀。鑒於經濟環境疲軟，我們傾向增加主權固定收益持倉並延長存續期。

歐洲股票

改革受注視，在下個上行經濟週期到來之前我們都會保持謹慎。

動力不足。 歐元區製造業和服務業活動最近急劇減弱，但有可能在未來數月回穩。工業板塊庫存耗盡需要補充，價格壓力減弱後消費者信心可能會改善。不過，我們預期加息將日益促使企業界緊縮開支。

對股票而言，宏觀經濟和盈利勢頭的減弱仍是不利因素。歐洲中央銀行可能會在 2024 年繼續維持利率不變。儘管通脹已大幅下降至 2.9% 及銀行貸款明顯減少，工資仍按年增高達 4%，跟 2% 的通脹目標不符。失業率可能需要略微上升工資增長才進一步放緩。

只有減息，經濟才能可持續復蘇。經濟師一致預期 2024 年實質國內生產總值增長為 0.7%，略高於 2023 年的 0.5%。由於該地區越來越缺乏競爭力且財政刺激政策也在收緊，因此可能會復蘇乏力。

結構性問題需要解決。 疫症和烏克蘭戰爭加劇了歐元集團長期存在的結構性問題，例如沉重的監管負擔，以及歐盟創新者和企業之間缺乏合作。以上問題削弱了歐盟單一市場（理論上這是 27 個國家市場和 4.5 億人口的完美結合）的效率。

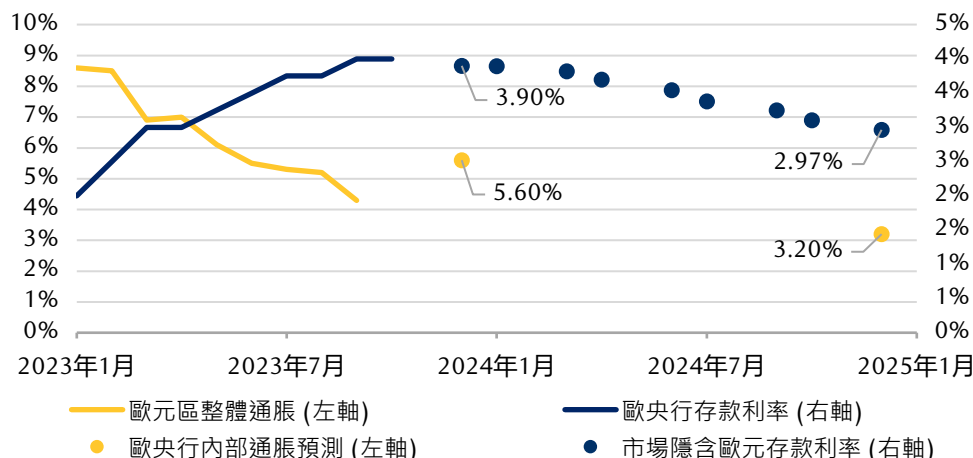
Frédérique Carrier

英國倫敦

Thomas McGarrity, CFA

英國倫敦

歐洲市場預計 2024 年將放寬政策約 100 個基點



註：通貨膨脹預測顯示歐洲中央銀行 2023 年 9 月份內部預測。

數據來源 - 彭博社、歐洲中央銀行；數據截至 2023 年 11 月 14 日

歐盟委員會主席烏蘇拉-馮德萊恩在 2023 年 9 月的歐盟語文中將競爭力列為關鍵優先事項。工作小組將於 2024 年 3 月提交建議，難處在於跟美國和中國競爭的同時要保持資本、商品和服務自由流動。

2024 年 6 月歐洲議會選舉之後，提高競爭力和改善內部市場狀況的建議將由下一屆歐盟委員會負責落實。各國政府的支援將是對政府提高競爭力承諾的重要考驗。

財政改革。 此外，在過去三年原先限制國家預算赤字和債務的歐盟規定被暫停執行。這是旨在促進布魯塞爾和各國政府為企業界提供財政支援。財政援助的目的包括支援受疫症和戰爭打擊的經濟、基於本地原因而加快綠色轉型、回應美國的《降低通貨膨脹法》補貼和中國慷慨支援本國工業。

改革財政規則的討論一直在進行，歐盟內部已對加強財政靈活性達成廣泛共識。這些討論可能會延至 2024 年。我們相信這些規則最終會被淡化，但仍可能要求大多數國家採取若干財政緊縮措施。

暫時維持減持。 我們繼續建議減持歐洲股票，因為我們認為基於宏觀經濟和盈利勢頭疲軟，歐洲難望跑贏大市。市場盈利預測有下調的風險，尤其是週期性股票和板塊。

不過，我們會注視有否初步跡象和信號顯示歐元區相對經濟增長勢頭正在改善。這將是增加配置的關鍵因素。估值低廉與經濟最終改善相配合在未來幾個月可能令歐洲股票極吸引，尤其是歐股備受冷落。

歐洲股票估值低於長遠平均

斯托克歐洲 (英國除外) 指數 12 個月市盈率



數據來源 - 博社

由於 2024 年將至，在此之前我們會高度慎選。對於有耐性的投資者來說，我們認為存在特別吸引機會的包括受到脫碳等結構性利好因素支撐的工業類股票、科技類股中的半導體設備製造商和關鍵任務軟體供應商，以及近幾個月回檔到更吸引估值水平的奢侈品類股票。相對於必需消費品和公用事業，醫療保健仍是我們首選的防守性板塊。

歐洲固定收益

雖然宏觀經濟展望不明朗，機會是存在的。

歐洲中央銀行認為如果利率保持在 4% 足夠的長，通脹便會回落至目標。儘管歐央行行長克拉加德稱現時討論減息「為時尚早」，但市場預期將由 2024 年 3 月至 12 月期間放鬆政策約 100 個基點。

我們的基本假設是 2024 年上半年不減息。此觀點的風險是能源價格上升導致通脹上升，這可能促使歐央行將利率維持在 4% 更長時間。另外，經濟活動進一步惡化最終也可能使通脹降溫快過央行預期，因而較我們預期的更早減息。

我們認為**歐元區衰退的風險已經增加**，因為經濟活動數據顯示經濟停滯。製造業和服務業的所有指標都進一步萎縮。加拿大皇家銀行資本市場預測，區內在 2024 年的經濟增長將徘徊在衰退邊緣，按年增長率僅為 0.1%。

Rufaro Chiriseri, CFA

英國倫敦

歐央行正在縮減資產負債表的資產，也就是資產購買計劃的量化收緊，但沒有將到期資產再投資，而緊急抗疫買債計劃的再投資將持續到 2024 年底。由於會繼續按計劃再投資且孳息率吸引，我們預期明年對歐洲政府債券的需求足以吸收供應。

意大利和西班牙債券在購買計劃的高額配置至今一直支撐息差。然而，由於量化收緊加劇、評級機構下調評級的風險增加以及財政赤字問題，意大利債券與德國國債的息差最近拉闊。國際貨幣基金組織預測 2028 年債務將佔國內生產總值的 140% 左右，比之前的預測增加 8% 以上。歐盟的財政赤字規則應於 2024 年 1 月重新生效，有關改革這些規則的討論持續進行。財政規則自新型冠狀病毒肺炎以來一直暫停，恢復執行可能會使接近或超過財政限額的國家的債市加劇波動。在此背景下，對於評級較低的國家我們更屬意於希臘而非意大利，同時也會均衡配置德國、比利時和荷蘭等核心國家。由於經濟將進一步惡化，我們傾向於增加主權債券持倉和存續期，以受惠於較長存續期的主權債券。

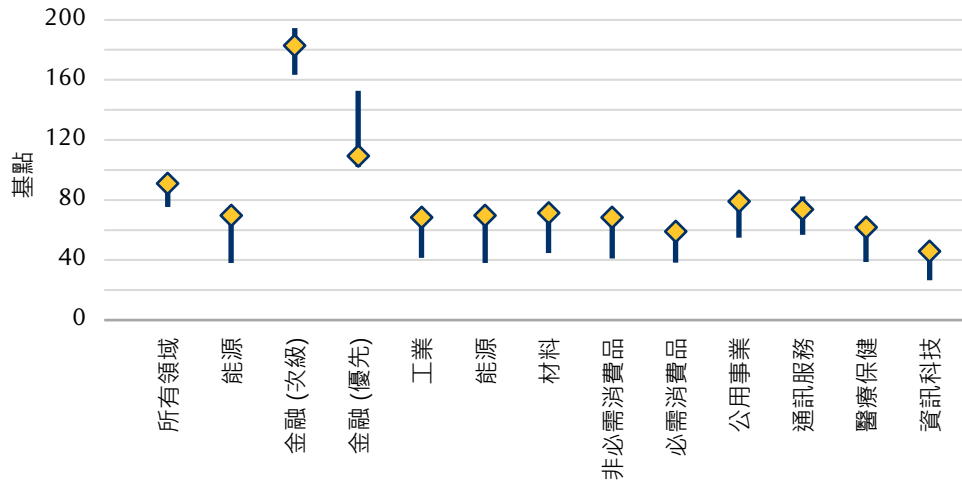
儘管量化收緊和歐央行持有接近 33% 的合資格公司債券，**信貸市場一直強韌**。但是，如果公司債券加快減少，息差可能會拉闊。信貸息差從一年期來看似乎拉闊，但從五年期來看是較接近公允值。雖然息差看來吸引但我們不願追逐，因為融資成本上升以及企業盈利下降正在損害企業的基本面。

因此，我們仍抱持審慎並繼續側重優質信貸，較諸高孳息信貸債券，我們目前更傾向於投資級別。高孳息相對於投資級別債券的息率風險孳息補償已大幅收窄，並接近十年來的低點。有鑑於衰退風險，按風險回報比例來說我們更傾向於投資級別債券。然而，我們承認當息差顯著拉闊，便很可能是配置高孳息的時機。

我們認為 2024 年的主題是慎選和防守，並要注意發行商的基本面。 相對於週期性發行商，我們尤其青睞非週期性發行商，以及由銀行、公用事業和電信服務業發行的優先債券。

大多數公司信貸債券接近六年區間的高端

歐元投資級別全現金債券指數的月末期權調整息差



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理 · 彭博社；數據截至 2023 年 11 月 14 日



全球透視 2024 年度展望

亞太地區

隨著中國經濟回穩，我們認為中國股票市場的關鍵領域存在機遇。但由於日本政府提供誘因吸引本地投資者增持股票，再加上多項其他結構性帶動因素和催化因素，我們認為踏入 2024 年後日股將更加有利。固定收益方面我們青睞亞洲投資級別公司債券，因為預計 2024 年美國國庫券孳息率將下跌從而利好該板塊。

亞太股票

我們對中國審慎樂觀，並對日本採取偏高比重。

中國經濟似乎正在回穩，並有復蘇跡象。工業利潤正在改善、庫存去化週期似乎接近尾聲、信貸增長加速、出口下降放緩。令人鼓舞的是，中央政府最近以發行總額達人民幣 1 萬億元 (1,370 億美元) 新債券的形式加推財政刺激措施。這項行動顯示有意減輕地方政府的財政負擔，並將更多的財政責任轉移給中央政府。中央政府資產負債表的負債不高，故有能力承擔更多債務以支撐經濟。

然而，我們認為經濟復蘇的基礎還不牢固，因為並非所有經濟指標都轉好。隨著刺激政策逐步見效以及消費者和企業信心逐步恢復，未來幾個月的經濟數據可能會出現波動。儘管最近推出一些寬鬆政策措施但住房交易仍然疲軟，因此投資者仍然非常關注房地產市場的狀況。我們同意房地產市場放緩繼續令中國經濟受困，但認為應該注意的是與過去幾年相比，2024 年房地產市場放緩的負面影響可能會較小。

我們認為經濟復蘇配合刺激政策，在一定程度上可以防止中國股市進一步下跌。然而，投資者情緒仍然脆弱，許多外國投資者未敢在中國市場投入長期資產。因此，在美國加息週期結束、推出強效財政和貨幣刺激政策或確認企業盈利改善等重要因素出現之前，中股可能會繼續窄幅波動。

Jasmine Duan

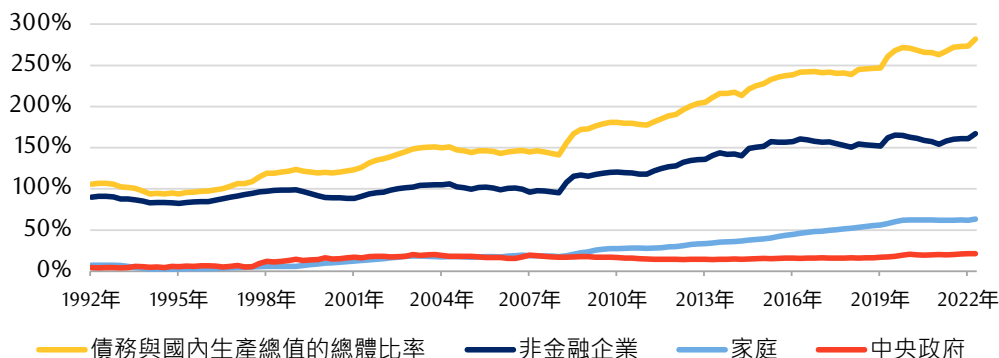
中國香港

Nicholas Gwee, CFA

新加坡

北京有能力承擔更高債務以支撐經濟

中國債務與國內生產總值比率分項數據



數據來源：中國國家資產負債表研究中心、加拿大皇家銀行財富管理；按季數據截至 2023 年 3 月

儘管存在這些不確定性，我們認為 2024 年中國股票將有機會獲得超額回報（「阿爾法」），尤其是在中國具競爭優勢或能受惠於政策利好的行業，例如先進製造業和醫療保健。

總體而言，我們認為日本股市的前景更加光明。有兩個因素應能使 2024 年流入日股的資金強勁。首先，隨著推出日本個人儲蓄帳戶計劃（為居民提供的免稅投資計劃），到 2024 年 1 月每位居民的年度投資上限將從目前的 400,000 日圓提高到 1,200,000 日圓。其次，將於 2023 年底完成的企業養老金改革可能會增加股票配置。

加拿大皇家銀行全球資產管理預期，日本實質國內生產總值增長率將從 2023 年的按年 2.0% 放緩至 2024 年的按年 0.7%，通脹率也將從 2023 年的按年 3.1% 放緩至 2024 年的按年 1.5%。與此同時，加拿大皇家銀行資本市場預測，日圓（2023 年表現最差的發達市場貨幣之一）兌美元匯率到 2024 年底將從目前的 150 左右上升至 145。

我們繼續看好日股的其他原因還包括積極的結構性變化和短期催化因素。在結構方面，我們認為通貨緊縮時代結束、友岸外包和在岸外包趨勢持續以及東京證券交易所鼓勵企業提高股本回報率和擴大股東回報，都是正面發展。正當美國和歐盟衰退風險揮之不去，日本經濟卻相對穩定，況且投資者日益有興趣從投資中國股票改為投資日股和作為價值投資，日股在短期內會受惠。疫情過後，中國旅遊業復蘇也會使經濟受益。最後值得強調的是，日本是最後數個實施相對寬鬆貨幣政策的發達經濟體之一。我們依然以偏高比重持有日股，與區內其他發達股市相比，我們更看好日股。我們的理論面臨的風險包括外部需求可能疲軟和日圓波動。

亞太地區固定收益

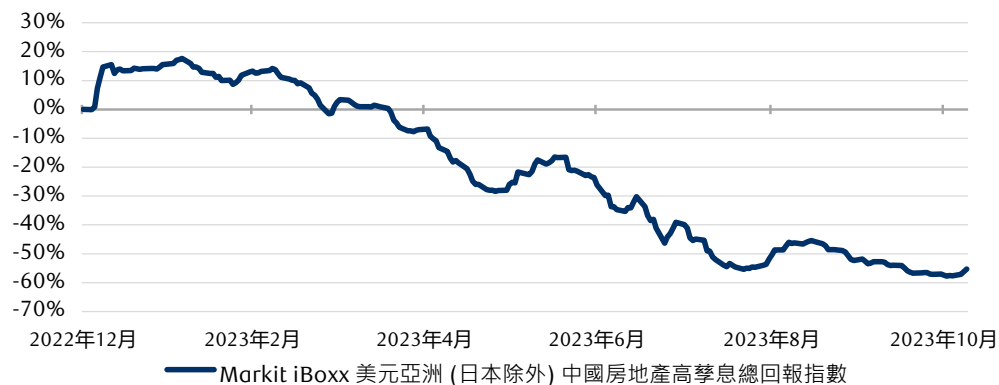
投資級別信貸依然堅挺，關鍵在於慎選板塊。

亞洲投資級別息差持續緊縮。 亞洲投資級別信貸相對於美國國庫券的息差很窄，約為 169 個基點，反映固定收益投資者追捧質素。我們認為這種情況可能會在未來幾季持續，反映投資者對亞洲投資級別債券在 2024 年的抗跌性充滿信心，也反映出整體機構信貸投資者對亞洲投資級別債券的持倉繼續偏高，對亞洲高孳息信貸的持倉則偏低。

中國仍有隱憂，但也有亮點。 中國高孳息房地產行業崩潰，波及國內經濟以及在岸和離岸中國房地產債券市場。自 2023 年初中國全面重啟以來，經濟復蘇一直不均，這是受地緣政治風險和投資者信心疲軟窒礙所致。政策支撐至今並不足以遏制很多持有高孳息信貸的房地產開發商的流動性危機。雖然整體宏觀經濟低迷，但從信貸角度看，我們認為中國的一些行業具有吸引力。其中一個亮點是互聯網業。中國科技巨頭

中國房地產高孳息美元指數在今年大部分時間均下跌

年初至今的非年化總回報



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理 · 彭博社；數據截至 2023 年 11 月 8 日

Kennard Ling
新加坡

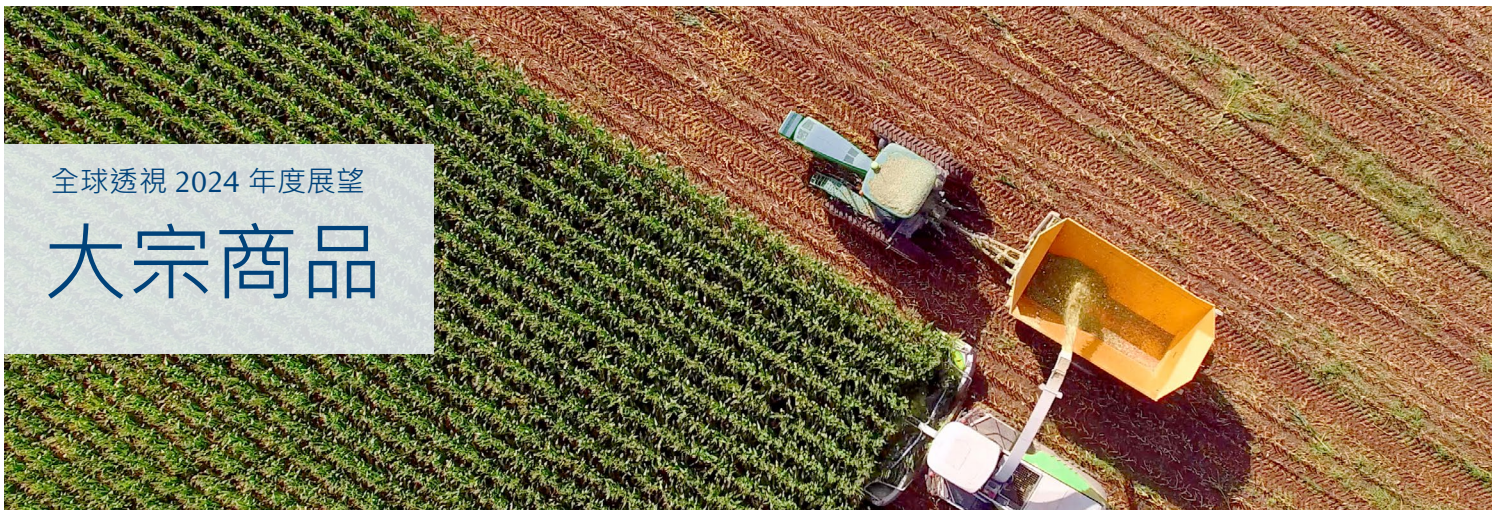
Shawn Sim
新加坡

的現金流依然強勁，且流動性良好故信貸狀況穩健。我們認為在監管環境日趨寬鬆下，這些公司應能憑藉強勁的獨立基本面抓住增長機遇。這點可從業界近日的強勁營運勢頭見一斑。

南韓金融業的潛在機遇。 南韓金融業一直面臨著國內高通脹、加息、經濟增長放緩以及樓市降溫的壓力。這些因素導致南韓金融業美元債券的表現遜於亞洲同類債券。南韓政府的支持措施在一定程度上局部緩解了這些問題，我們認為南韓銀行的資本化水平足以抵禦損失，即使面臨不良貸款激增。我們認為南韓金融業美元債券表現不佳是趁低買入的機會，尤其是資本雄厚的銀行。我們尤其青睞次級債券，因為息差高於優先債券。

2024 年亞洲新興市場公司債券發行量可能依然偏低。 我們預期 2024 年亞洲新興市場公司債券的新發行量將與 2023 年相若，後者為十年來最低。這是外部去槓桿化所致，在新興市場企業之中這種情況在亞洲最為明顯。由於宏觀不確定性窒礙龐大資本開支和投資計劃，這些公司沒有太大的資金需求。與此同時亦能以更吸引的幅率使用銀行和地方債券等國內融資渠道，這對中國企業來說尤甚。我們還預期新發行債券會以投資級別債券較多，反映市場的整體避險情緒。我們認為在 2024 年亞洲新興市場企業贖回未償債券的速度會快過新發行債券，這將繼續支撐市場。

我們在 2024 年會繼續側重投資級別信貸債券。 儘管我們認為利率下行道路可能崎嶇，但預計到 2024 年美國國庫券孳息率將下降，整體利好亞洲信貸債券。亞洲投資級別信貸債券在最近的市場波動中展示韌性。亞洲高孳息失寵，我們認為在宏觀不確定性和非系統性風險憂慮下，該資產類別的吸引力減弱。基於利差估值，我們傾向於縮短亞洲投資級別信貸債券的存續期——雖然我們喜歡此強韌板塊的吸引票息，但亦希望當估值逆轉時可限制潛在的業績影響。



全球透視 2024 年度展望 大宗商品

天然氣：過剩

美國能源資訊署預期 2024 年美國的產量將以低單位數按年增長，消耗量將則略減。此時正值存儲量處於五年歷史平均的上端。我們認為在市場能夠消化現有庫存之前，這種過剩將會限制價格。假以時日，液化天然氣出口需求增長應有助清除過剩餘額。

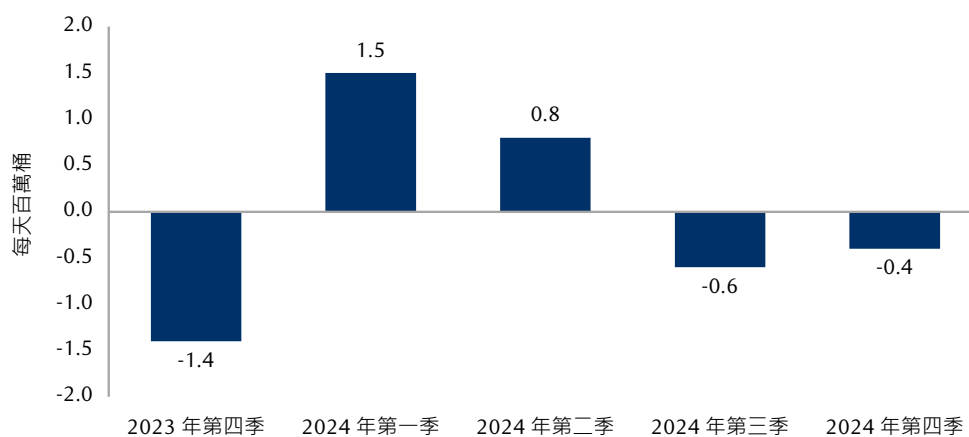
Richard Tan, CFA
加拿大多倫多

原油：地緣政治

加拿大皇家銀行資本市場認為近期而言，以色列-哈馬斯衝突一旦升級都可能推高油價，因為從歷史標準來看全球庫存依然緊張。然而，如果考慮到石油輸出國組織及盟國的剩餘產能以及 2024 年上半年供應可能略過剩，反彈的持久性和可持續性可能短暫。美國補充儲備和中國進口需求健康應有助於支撐 2024 年的淨需求。

預計原油在 2024 年會在過剩和不足之間反覆不定

全球石油供需平衡預測



數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場、加拿大皇家銀行財富管理；數據截至 2023 年 11 月 9 日

銅：面對不利

我們預期明年銅價將受到經濟增長放緩、生產增加以及利率持續高企制約。中國約佔淨需求的 50%，由於通貨膨脹、借貸成本上升以及許多開發商面臨困境，我們預期中國房地產市場仍將不溫不火。此外，加拿大皇家銀行資本市場預測 2024 年全球供應將會過剩，並將持續到 2025 年。

黃金：過多

在以色列-哈馬斯衝突發生首宗襲擊之後數星期，全球不確定性和地緣政治風險上升推動金價短暫升穿每盎司 2,000 美元的關口。然而，我們認為經濟增長放緩加上生產持續過多，在 2024 年將成為金價上升的阻力。實質利率上升實際上增加持有黃金的機會成本。因此，我們認為如果實施寬鬆貨幣政策，將為金價提供一定的支撐。

大豆：面對困難

美國農業部預計 2023/24 產季全球產量和期末庫存將會上升。如果其他情況維持不變，我們認為全球大豆價格會傾向下行。不過必須承認的是，中國約佔全球進口的 60%，因此我們認為中國經濟重新加速增長可能是大豆價格突破 18 個月低位的關鍵。

小麥：緊絀

雖然小麥價格接近 18 個月區間的低端，但我們認為全球剩餘緊絀可能會在中期推高價格。因此，美國農業部預計期末庫存將達到 2015/16 產季以來的最低。然而，美國農業部展望 2023/24 產季時是預測全球產量、消耗量和出口需求按年減少。

2024 年大宗商品預測

大宗商品	價格
天然氣 (美元/百萬英熱單位)	\$3.50
原油 (WTI 美元/桶)	\$85.45
銅 (美元/磅)	\$3.88
黃金 (美元/盎司)	\$1960
大豆 (美元/蒲式耳)	\$13.30
小麥 (美元/蒲式耳)	\$5.97

數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場預測 (石油、天然氣、銅和黃金)、彭博一致性預測 (大豆和小麥)；數據截至 2023 年 11 月 7 日

全球透視 2024 年度展望

貨幣

美元：持續走強至 2024 年上半年

事實證明 2023 年全年的美國經濟數據出人意料地強韌。在十月，基準 10 年期國庫券孳息率觸及 5% 的 15 年高位，讓美元指數在短暫觸及年內最低點後反彈 7%。我們預期美元會在 2024 年上半年走強，因為美國的經濟表現好過其他主要經濟體，使美國國庫券孳息率在十國集團國家之中最高。我們預計美元會在 2024 年下半年走弱，與市場預期的美聯儲減息時間吻合。加拿大皇家銀行資本市場指美國的財政赤字可能會拖累美元，但認為目前考慮預算赤字對美元表現的影響是為時過早。

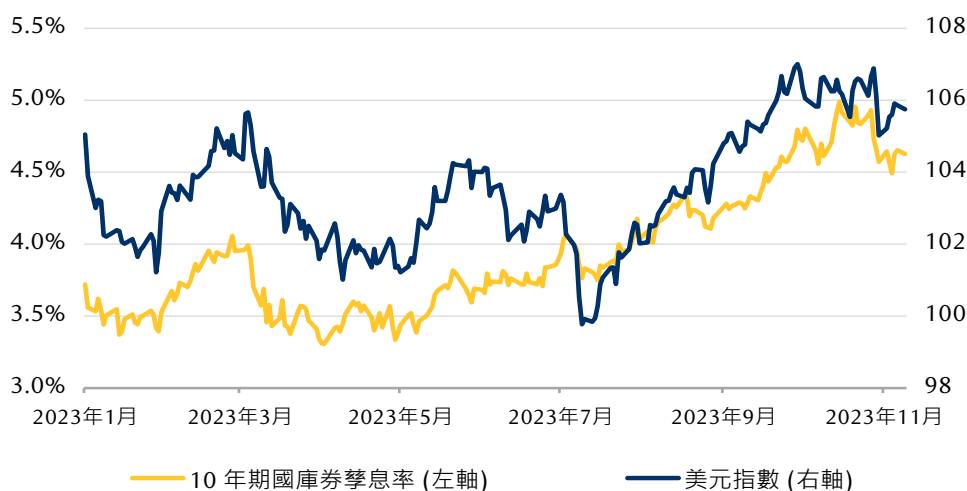
Nicolas Wong, CFA

新加坡

歐元：歐元區經濟數據疲軟

受歐元區經濟數據疲軟和歐央行十月份鴿派政策聲明拖累，歐元/美元匯率對上一次處於 1.0450 至 1.1280 區間的中間位置附近是 2023 年。我們預期歐元區的經濟增長在

我們預期隨著美聯儲可能開始減息，美元將在 2024 年下半年走軟



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理，彭博社；數據截至 2023 年 11 月 13 日

2024 年將會落後於美國，歐元/美元在 2024 年上半年將下跌至 1.02 然後回升至 1.08，主要是由於美元在 2024 年下半年整體走弱。

加元：加銀暗示經濟增長展望令人憂慮

加拿大銀行在十月份會議上言論鴿派，因為此前的加息導致經濟增長和就業數據疲軟。加拿大皇家銀行經濟研究所預期加銀將繼續維持利率於 5% 不變及在 2024 年第三季開始減息，並相信加元會在 2024 年上半年進一步走軟，但在下半年有所改善，假設是預期美聯儲減息將削弱美元。

英鎊基本面持續疲軟

我們預計英鎊在 2024 年表現不佳，因為英倫銀行減息可能會較投資者目前所預期的進取，而且滯脹風險也會對英鎊造成壓力。加拿大皇家銀行資本市場指出，英鎊要下跌才能平衡英國可能長期面臨的雙重赤字 (財政赤字和經常帳赤字)。如果工黨在 2024 年的大選獲勝，英國對歐洲採取更具建設性的態度可能會使英鎊走強。

日圓：因利率差距而走弱

受美聯儲和日本銀行的貨幣政策分歧帶動，美元/日圓從三月份銀行業緊張時期低見至接近 130 附近反彈至 2023 年第四季的 151。儘管日銀取消了日本 10 年期國債孳息率上限藉此調整孳息曲線控制政策，日圓仍然偏軟。加拿大皇家銀行資本市場預期美元/日圓將在 2024 年下半年以 154 見頂，然後在 2024 年底下降至 145。另外，一個要關注的重要水平是 152，日本官員曾在 2022 年 10 月在該水平插手干預。

2024 年貨幣預測

貨幣	2024 年 12 月預測
美元指數	104.09
歐元兌美元	1.08
美元兌加元	1.31
英鎊兌美元	1.20
美元兌日圓	145.00

數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場估計；數據截至 2023 年 11 月 13 日

研究資源

這份檔是由加拿大皇家銀行財富管理投資諮詢集團的全球投資諮詢委員會創作完成。加拿大皇家銀行財富管理投資組合諮詢集團，給致力於從事個人有價證券組合的企業投資顧問 / 財務顧問，提供有關的資產配置和投資組合構建的支援。

該委員會利用加皇投資策略委員會所編製的整體市場前景，運用加皇投資策略委員會 (RISC)、加皇資本市場及第三方資源的研究，提供其他策略及主題支援。

加皇投資策略委員會由來自個人和以客戶為中心的加拿大皇家銀行經營單位 (包括投資諮詢組) 的資深投資專業人士組成。加拿大皇家銀行投資策略委員會建立了廣泛的全球投資前景和發展的具體的指導方針來管理投資。本委員會主席由註冊金融分析師、加拿大皇家銀行環球資產管理投資長 Daniel Chornous (特許金融分析師) 擔任。

全球投資諮詢委員會成員

Jim Allworth – 聯席主席，加皇多美年證券公司投資策略師

Kelly Bogdanova – 聯席主席，加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司加皇財富管理投資組合諮詢組(美國) 投資組合分析師

Frédérique Carrier – 聯席主席，加拿大皇家銀行歐洲有限公司董事總經理及投資策略主管

Mark Bayko, CFA – 加皇多美年證券有限公司投資組合管理主管

Rufaro Chiriseri, CFA – 加拿大皇家銀行歐洲有限公司固定收益主管 (不列顛群島)

Janet Engels – 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司加皇財富管理美國投資組合諮詢組主管

Thomas Garretson, CFA – 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司加皇財富管理投資組合諮詢組固定收益高級投資組合策略師

Ryan Harder, CFA – 加皇多美年證券有限公司投資組合諮詢組固定收益投資組合顧問

Patrick McAllister, CFA – 加皇多美年證券有限公司投資組合諮詢組經理 (股票諮詢及投資組合管理)

Alan Robinson – 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司加皇財富管理投資組合諮詢組 (美股) 高級投資組合顧問

Michael Schuette, CFA – 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司加皇財富管理投資組合諮詢組 (美國) 多元資產投資組合策略師

David Storm, CFA, CAIA – 加拿大皇家銀行歐洲有限公司首席投資主任 (不列顛群島及亞洲)

Yuh Harn Tan – 加拿大皇家銀行新加坡分行全權投資組合管理和超高淨值解決方案主管

Joseph Wu, CFA – 加皇多美年證券有限公司多元資產策略投資組合經理

全球透視的其他作者

Luis Castillo – 加皇多美年證券有限公司投資組合諮詢組固定收益投資組合顧問

Jasmine Duan – 投資策略師，加拿大皇家銀行投資服務 (亞洲) 有限公司

Nicholas Gwee, CFA – 加拿大皇家銀行新加坡分行股票專家

Kennard Ling – 加拿大皇家銀行新加坡分行固定收益專家

Thomas McGarrity, CFA – 加拿大皇家銀行歐洲有限公司不列顛群島股票主管

Shawn Sim – 加拿大皇家銀行新加坡分行固定收益主管

Sunny Singh, CFA – 加皇多美年證券有限公司投資組合諮詢組 – 股票的加拿大股票投資組合顧問

Richard Tan, CFA – 加皇多美年證券有限公司投資組合諮詢組 – 股票的加拿大股票副投資組合顧問

Nicolas Wong, CFA – 加拿大皇家銀行新加坡分行投資組合管理主管 (不列顛群島及亞洲) 外匯主管

要求披露

分析師認證

於本報告表達的所有意見準確地反映負責分析員有關任何及所有目標證券或發行商的個人觀點。本報告列出的負責分析員的目前或將來薪酬並無任何部分直接或間接與負責分析員於本報告表達的具體建議或觀點有關。

重要資訊披露

在美國，加拿大皇家銀行財富管理作為加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的一個部門營運。在加拿大，加拿大皇家銀行財富管理包括但不限於加皇多美年證券有限公司，是加拿大皇家銀行資本市場的外國附屬公司。本報告由加拿大皇家銀行資本市場有限公司編制。該公司為加拿大皇家銀行的間接全資附屬公司，因此為加拿大皇家銀行的相關發行人。

非美國分析師披露

其中一位或多位編彙本報告的研究分析員 (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員，及 (ii) 未必是加皇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員所持帳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 (包括六家或更多家公司)，加拿大皇家銀行財富管理公司可能會選擇提供重要的資訊披露以作為參考。要獲取當前披露的資訊，客戶應參考有關加拿大皇家銀行財富管理及其附屬公司的披露資訊。此類資訊亦可應請求從以下位址向加拿大皇家銀行財富管理公司出版社索取：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

加拿大皇家銀行資本市場評級分佈

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「出售」。儘管加拿大皇家銀行資本市場的「優選/優於大盤」(O)、「與板塊持平」(SP) 和「落後大盤」(U) 與「購買」、「持有/中立」和「出售」分別極為近似，但含意卻不同，因為加拿大皇家銀行資本市場的評級是在相對的基礎上確定。

評級分佈 – 加拿大皇家銀行資本市場股市研究

截至 2023 年 9 月 30 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 [優於大盤]	820	55.97	250	30.49
持有 [與板塊持平]	590	40.27	148	25.08
出售 [跑輸板塊]	55	3.75	5	9.09

加拿大皇家銀行資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師所說的「板塊」是分析師提供研究覆蓋範圍的公司組合。因此，為特定股票指定的評級僅代表分析師對該股票在今後 12 個月內相對於分析師的板塊平均值表現的個人看法。

跑贏板塊 (O)：預期未來 12 個月的回報大幅跑贏板塊平均數。
與板塊持平 (SP)：預期在今後 12 個月會與板塊平均值持平。
落後大盤 (U)：預期在今後 12 個月會大幅低於板塊平均值。
受限制 (R)：加拿大皇家銀行的政策不包括某類通訊，包括投資建議，且加拿大皇家銀行在某些合併或其他策略性交易和某些情況下擔任顧問。
無評級 (NR)：評級、目標價格和估計基於適用法律、規管或政策限制而已刪除，可能包括加拿大皇家銀行資本市場在涉及該公司的情况中擔任顧問。

風險評級：投機風險評級反映證券的財務或營運可預測度較低、股份成交量流動性低、資產負債表槓桿程度偏高或營運歷史有限，致使財務及 / 或股價波幅預期較高。

估值和與評級及目標價格的風險

當加拿大皇家銀行資本市場在研究報告中為一家公司評定價值時，美國金融業監管局 (FINRA) 規則和紐約證券交易所 (NYSE) 規則 (均納入「美國金融業監管局規則說明」) 要求對估價基礎和獲得估價障礙作出描述。在適當時，該資訊分別包括在「估價」和「評級及目標價格的風險」章節我們的研究說明中。

負責編寫該研究報告的分析師已或會根據各種不同的因素接受補償，包括加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司及其附屬公司的總營業收入，其中部分營業收入來自加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司及其附屬公司的成員公司的投資理財活動。

其他資訊披露

在我們的全國研究資料提供者的協助下編寫。加拿大皇家銀行財富管理公司編寫了本報告，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往來機構的研究服務所提供的資料編寫。我們的第三方通訊記者已經給予加拿大皇家銀行財富管理公司將其研究報告用作來源資料的一般許可，但尚未審查或批准本報告，亦未收到報告發佈的通知。我們的第三方通訊記者可能不時在此處提及的證券中擔任長期或短期職務、進行證券交易和買賣。我們的第三方通訊記者可能不時在本報告中提及的任何公司提供投資理財或其他服務或向此類公司索取投資理財或其他業務。

加皇財富管理致力作出所有合理努力，在海外法律管轄區當地時區同時為所有合資格客戶提供研究。在某些投資顧問帳戶中，加拿大皇家銀行財富管理公司或指定的第三方將擔任我們的客戶的貨幣管理外包經理，並將在收到本報告時為這些帳戶對此處提及的證券開始交易。此類交易可能在閣下收到本報告之前或之後發生，並可能對進行交易的證券市價發生短期影響。加拿大皇家銀行財富管理公司的研究刊在我們的專有網站上，以確保符合資質條件的客戶按時收到初始評估報告以及評級、目標價格和觀點變化。其他分發檔可能由銷售人員通過電子郵件、傳真或普通郵件發送。客戶亦可透過第三方供應商收取我們的研究報告。請與我們的加拿大皇家銀行財富管理公司財務顧問聯絡，瞭解有關加拿大皇家銀行財富管理公司研究的進一步詳情。

衝突披露：加拿大皇家銀行財富管理公司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，提供經紀和投資諮詢服務。加拿大皇家銀行財富管理公司投資研究相關利益衝突管理政策可在我們的網站上獲取：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。與我們的投資諮詢業務相關的利益衝突，請參閱「企業 ADV 表附件—第 2A 部分」或「加皇諮詢計劃披露檔文件」。可應請求通過閣下的財務顧問提供任何此類檔的副本。我們保留隨時修改或增補此項政策、「ADV 表附件—第 2A 部分」或「加皇諮詢計劃披露檔文件」的權利。

作者受僱於以下其中一間實體：加拿大皇家銀行美國財富管理公司—加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的分部，後者為證券經紀人/經銷人，其主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；加拿大皇家銀行多美年證券公司—證券經紀人/經銷人，其

主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行香港特別行政區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—一家主要辦事處位於新加坡的持牌批發銀行；加拿大皇家銀行歐洲有限公司（RBC Europe Limited）—一家持牌的公司，其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 MSCI Inc.（「MSCI」）及 Standard & Poor's Financial Services LLC（「標普」）制定的專有財產及服務標記，加拿大皇家銀行已獲准使用。MSCI、標準普爾或任何參與製作或編撰任何 GICS 分類的其他方概不對相關標準或分類（或使用相關標準或分類獲得之結果）做出任何明示或暗示的保證或聲明，所有相關方特此明確卸棄所有涉及上述任何標準或分類的獨創性、準確性、完整性、適銷性或特定目的合適性方面的保證。在不限制前述任何規定的原則下，MSCI、標準普爾及其任何關聯方或參與製作或編撰 GICS 分類的任何第三方，在任何情況下都不對任何直接、間接、特別、懲罰性、相應而生的或任何其他損害（包括利潤損失）承擔任何法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損害的情況下亦然。

免責聲明

本報告中包含的資訊由加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司分部加拿大皇家銀行財富管理公司根據相信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、加拿大皇家銀行財富管理公司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。報告中的所有觀點和推測為加拿大皇家銀行財富管理當天的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。以往我們所取得研究成績並不能保證未來的投資回報，亦無法避免原始資本可能遭受損失。加拿大各省、美國各州和世界上大多數國家均制定了監管可向自己的居民出售的證券和其他投資產品類型以及銷售程式的法律。因此，本報告中討論的證券可能沒有資格在某些司法管轄區銷售。在任何情況下，本報告都不能作為任何轄區的，任何不具備法律資格進行交易的個人或機構的投資分析建議，也不能作為法律、會計、稅務、個人投資的依據。本報告的任何內容不得作為法律、會計或稅務建議或是針對個人投資的建議。本材料供普通客戶閱讀使用（包括加拿大皇家銀行分支機構），並沒有考慮某個具體讀者的特殊情況和需要。其中的投資或服務未必適合您，如果您對投資分析或服務的適用性存有疑慮，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，「加拿大皇家銀行」或任何附屬機構，或任何其他人士對於使用本報告或當中的資訊或與之相關所導致的任何直接、間接或從屬損失不承擔任何責任。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，加皇財富管理是加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的一個部門營運。在加拿大，加皇財富管理包括但不限於加皇多美年證券有限

公司，其為加拿大皇家銀行資本市場的海外聯屬公司。本報告由加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司準備。如有需求，可以提供更多資訊。

美國居民：本出版物已獲得加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司（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。加拿大皇家銀行資本市場有限責任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。加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司為加拿大皇家銀行的間接全資附屬公司，因此是加拿大皇家銀行的相關發行商。對於任何收到本報告的美國人來說，如果您不是註冊的經紀-交易商或非註冊的從事經紀或交易的銀行，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，應與加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司聯繫並訂閱。國際投資涉及美國投資通常不會牽涉到的風險，包含匯率波動、國際稅賦、政治不穩定性與不同的會計標準等。

加拿大居民：本報告已獲得加拿大皇家銀行多美年證券公司的批准發行。加拿大皇家銀行多美年證券有限公司* 與加拿大皇家銀行都是獨立的實體，但具有隸屬關係。* 加拿大投資者保護基金組織會員。® 加拿大皇家銀行註冊商標。經許可使用。加拿大皇家銀行財富管理是加拿大皇家銀行的註冊商標。經許可使用。

加皇財富管理 (不列顛群島)：本出版物由加拿大皇家銀行歐洲有限公司和加拿大皇家銀行 (海峽群島) 有限公司發行。加皇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) 和審慎監管局監管 (FCA 註冊號：124543)。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新澤西金融服務委員會監管。註冊辦事處：Gaspé 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本刊物的人士：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。本檔不得在香港向非《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「專業投資者」的投資者分發。本檔僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。以往的業績不能代表未來的業績。警告：本檔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，應該尋求獨立的專業建議。

從加拿大皇家銀行新加坡居分行收到本刊物的人士：加拿大皇家銀行新加坡分行負責本報告在新加坡的分發，其是由新加坡貨幣管理局發牌的註冊實體。本出版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。該出版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。以往的業績不能代表未來的業績。如果您對本文有任何疑問，請聯絡加拿大皇家銀行新加坡分行。

© 加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司 2023 年 – 紐約證券交易所 (NYSE) 成員 / 美國金融監管局 (FINRA) 成員 / 美國證券投資者保護公司 (SIPC) 成員

© 加拿大皇家銀行多美年證券公司 2023 年 – 加拿大投資者保護基金成員

© 加拿大皇家銀行歐洲有限公司 2023 年

© 加拿大皇家銀行 2023 年

保留一切版權

RBC1524



Wealth
Management
財富管理