

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 2 月



有關投資風格的問題

(傳統) 「價值型」之死

我們認為，投資者如果願意擴展其傳統投資方法，將「財務外」因素納入其中，長遠而言將會獲得超額回報。

Kyle Bergacker (特許財務分析師) | 第 4 頁

2023 年增長股重獲投資者青睞

2022 年增長股讓人心碎，而 2023 年增長型投資風格又再登上榜首。這輪反彈能否持續？

Lindsay Strickland | 第 9 頁

本期其他內容



全球股票
新高，風險更高



全球固定收益
入市時機並非最重要

製作：東岸時間 2024 年 2 月 6 日上午 10:14；刊出：東岸時間 2024 年 2 月 7 日上午 11:00

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 20 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任何其他聯邦政府機構的保險，也不是銀行或任何銀行附屬機構的存款或其他債務，或由銀行或任何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：（傳統）「價值型」之死

經典投資思想認為，增長是價值的重要組成部分。如果增長緩慢或沒有增長會怎樣？價值還能發揮作用嗎？我們認為，在本世紀的大部分時間裡，價值作為一種投資因素並沒有像過去那樣發揮作用，而將非傳統的、「財務外」因素納入投資組合策略，可以提高潛在的上升空間。

9 每月焦點：2023 年增長股重獲投資者青睞

2022 年增長股讓人心碎，但 2023 年增長型投資風格（以羅素 1000 增長股指數為代表）再次位居榜首，上漲約 41%。但前一年，該指數與大多數其他投資規模和風格的股票相比，則排名最後（下跌約 30%）。這輪反彈能否持續？

14 全球股票：新高，風險更高

股市，或至少是標普 500 指數，經過兩年的等待，再次攀上新高。我們認為，未來還會有更多新高，波動也會更大。

16 全球固定收益：入市時機並非最重要

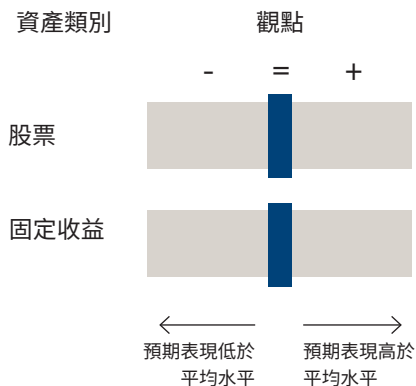
今年全球固定收益市場波動仍高，因為活躍投資者正試圖解讀各國央行將有什麼措施。我們認為，投資者不應關注潛在減息的時機，而應考慮利率最終會下降到什麼程度。

市場方面

- 3 RBC 的投資立場
- 14 全球股票
- 16 全球固定收益
- 18 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在 12 個月投資期限內的觀點。

+ 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

- 我們仍建議在平衡的全球投資組合中以市場比重投資股票，因為技術指標有足夠的說服力，顯示有可能出現更多上行機會。此外，在美國經濟保持韌性的同時，通脹進一步下降可能會促使美聯儲減息。這種軟著陸是有可能的，儘管還不確定。足夠可靠的領先指標顯示，目前經濟衰退的可能性仍然存在。鑑於市場目前認為經濟衰退的可能性較低，如果經濟增長減弱或通脹回升，都可能使市場進入緊縮時期。
- 我們的首選市場仍然是日本，那裡的長期變化，包括通脹回升和當局推動改善公司治理，正在結合起來解除市場長期存在的估值折讓。

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 3.75%，最低為 3.50%，1 月底為 3.6%。隨著全球通脹環境迅速改善，各國央行為最終減息採取各種措施，活躍投資者試圖判斷今年貨幣政策寬鬆的時機和程度。雖然收益率從 2023 年底的高點大幅回落，但仍遠高於過去 20 年的平均水平，我們認為這仍是一個相對有吸引力的入市點。不過，我們會在短期內保持謹慎，因為，目前市場上的減息預期顯得過於激進。
- 我們仍然維持美國固定收益的市場比重，收益率仍高於數十年的平均水平。雖然美國的經濟風險已經消退，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



Kyle Bergacker
特許財務分析師
美國明尼阿波利斯
kyle.bergacker@rbc.com

(傳統) 「價值型」之死

經典投資思想認為，增長是價值的重要組成部分。如果增長緩慢或沒有增長會怎樣？價值還能發揮作用嗎？我們認為，在本世紀的大部分時間裡，價值作為一種投資因素並沒有像過去那樣發揮作用，而將非傳統的、「財務外」因素納入投資組合策略，可以提高潛在的上升空間。

要點

- 沒有增長力的「價值型」是沒有用的。
- 傳統價值型公司如果能抓住和留住人才，並採用科技解決方案，最有可能在未來幾年內實現盈利的大幅增長。增長再現將有助於重新喚醒「動物本能」，推高市盈率倍數，從而提升該資產組別的回報。
- 投資者如果願意擴展其傳統投資方法，把促進增長所需的「財務外」因素納入其中，長遠而言將會獲得超額回報。

什麼是「價值型」？

Benjamin Graham 在其開創性著作《證券分析》和《聰明的投資者：價值型投資寶典》中播下了傳統價值型投資的種子。該兩書分別於 1934 年和 1949 年出版。Graham 的著作是現代投資分析的基石，該書將投資話題從「投機」——1929 年股市崩盤前的一般做法——轉變為「內在價值」投資，即根據盈利、資產、負債和現金流等計算出的企業「實際」價值。

Graham 的「內在價值」觀點認為，在短期非理性市場交易的股票，其價格可能高於或低於企業的實際價值。公司在市場上的價格與基於公司長期基本面的應有價格之間的這種錯位，意味著一個謹慎的投資者應該在市場價格低於內在價值時買入，在市場價格高於內在價值時賣出。

在 Graham 的研究基礎上，Eugene Fama 和 Kenneth French 於 1992 年建立了三因素模型，除了 Graham 等人在上一代開創的市場預期外，還引入了「規模」和「價值」作為投資因素。他們圍繞這些額外投資因素所做的研究強調 Graham 的基本理論，即市場在短期內可能是非理性的，但長期來看是有效的。這意味著投資者應該：

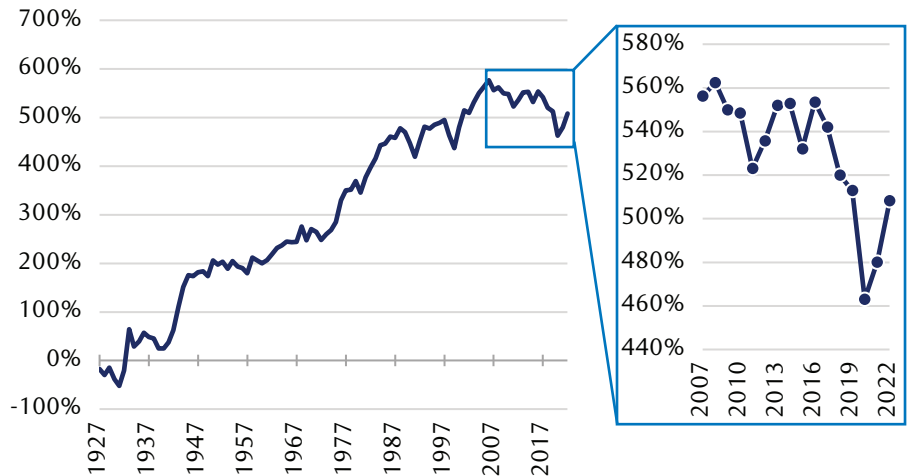
(傳統) 「價值型」之死

- 購買並持有被低估的股票，同時讓市場價格逐漸上漲以達到內在價格，以及
- 賣出或避開高估的股票，同時讓市場價格逐漸下跌以達到內在價格。

由此產生的策略——選擇「價值」而非「增長」——在過去 100 年裡取得巨大成功，但自 2007 年以來則持續表現疲弱。

1927-2022 年價值因素累計回報率

Fama-French 三因素模型高減低賬面價格因素



資料來源——Ken French, RBC 財富管理

沒有增長，「價值型」有用嗎？

簡而言之，沒有。巴菲特是 Benjamin Graham 在哥倫比亞商學院任教時的學生，他對此有最精辟的描述：「增長股和價值股並不像華爾街通常所描述的那樣，是兩種截然不同的資產類別。增長是價值型投資的一部分。」

如果這話屬實，我們怎樣才能看到事實真的如此，以及如果增長緩慢或沒有增長，會出現什麼情況？

我們可以利用指數回報及分解這些回報，更好地了解價值型和增長型回報的基本成份，以及為什麼價值型因素在近 20 年來一直不如增長型因素有效。為了說明這一點，我們將研究回報的關鍵驅動因素，包括：

- 每股收益率和市盈率（價格上升的驅動因素），以及
- 股息收益率和再投資，以提供對股東總回報的看法。

為了進行比較，我們使用羅素 1000 價值股指數（價值股指數），以及和羅素 1000 增長股指數（增長股指數）。

我們先看看兩個關鍵時期。第一個時期是從 1995 年到 2006 年，在此期間，「價值」一如既往發揮作用；我們稱之為「傳統價值」期。第二個時期是從

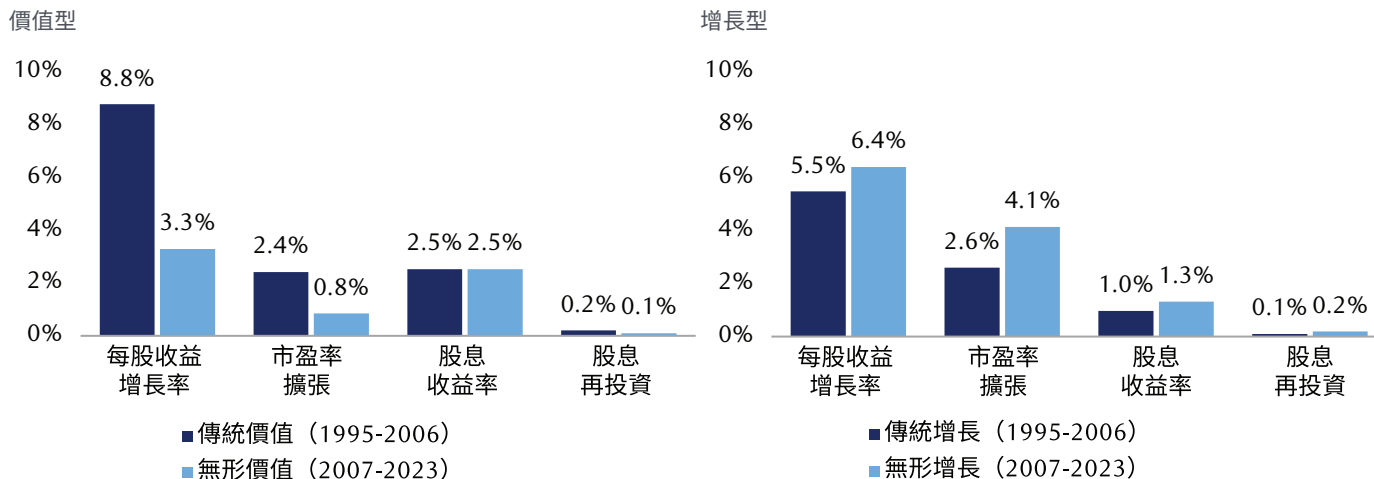
(傳統) 「價值型」之死

2007 年到 2023 年，「價值」作為一個因素似乎不再像以往般發揮作用；我們稱之為「無形價值」期。

讓我們看看每個指數和每個時期的股東總回報數據。

第一個觀察結果是，「無形價值」顯然存在增長問題……具體而言，就是缺乏增長。

價值型和增長型回報率的組成部分：股東總回報分解



資料來源——RBC 財富管理，彭博

在左圖中，我們可以看到「價值股指數」的每股收益率在 1995-2006 年期間增長非常強勁，每年增長 8.8%。這種持續的優勢令投資者願意為每一元的當前收益支付更高的價格（即推高市盈率，或有時稱為「動物本能」），使本已不錯的回報每年再增加 2.4%。但接下來的 2007-2023 年期間，每股收益率的增長明顯放緩，每年僅為 3.3%。投資者對「價值股指數」的熱情冷卻，估值擴大帶來的回報率驟跌三分之二至僅為 0.8%。

但右邊的圖表顯示「增長股指數」截然不同的結果。在 1995-2006 年期間，每股收益率只有溫和的增長，到 2007-2023 年期間則加速增長達到 6.4%；同期，價值股每股收益率卻下跌近三分之二。投資者的「動物本能」被喚醒，他們一窩蜂湧往每股收益率優異的增長股，在這一過程中，市盈率擴大帶來的額外回報在 16 年間以每年 4.1% 的複合增長率大幅增加。

發生了什麼事？

「傳統價值型」不僅在 1995-2006 年期間，而且在整個 20 世紀似乎都受益於營運管理方式的出現和發展（即大規模生產、6 西格瑪、及時制、「改善法」——日本的持續改進理念等）。流程的改進，以及在實體經濟中大規模製造實際商品的基本技術和自動化的引入，有力地解釋了傳統價值型公司受益長達一個世紀的盈利助力。

(傳統) 「價值型」之死

在 2007 年至 2023 年的「無形增長」期間，盈利的擴大在很大程度上是由於顛覆性科技的興起和利用，這些科技——互聯網、流動寬頻、Wi-Fi、筆記型電腦、社交媒體、智能手機、即時支付、智慧設備、雲端軟件服務等——在 2000 年代初出現了巨大的變化和採用。藉著這種先發優勢和技術上的根本性改進，包括財務和「財務外」因素，如人力和社會資本管理以及前所未有的業務模式和創新，提升了業務效率。

技術整合產生了強大無形資產和業務效率，並轉化為持續的盈利增長。這使得投資者將這兩個時期的無形增長倍數從指數年度價格升幅的 2.6% 提高到 4.1%，並預期未來還會有更多的增長。

那麼，「價值型」已死嗎？

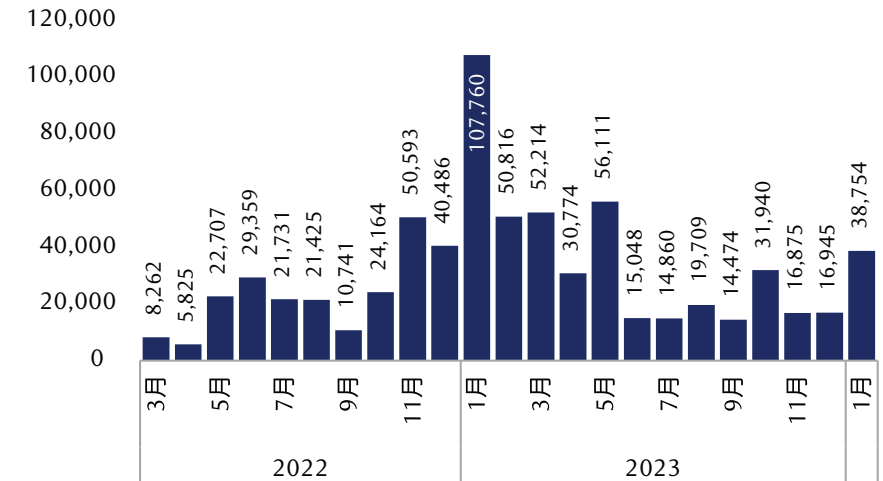
也不盡然，但當今世界已今非昔比。隨著數字經濟和科技的不斷發展和成熟，我們相信一些老狗也能學會新花樣。

試想一下，科技的支柱，即「財務外」因素（人力和社會資本），簡單地說，就是人。如果沒有才華橫溢、精通技術的人才，或者沒有吸引和留住這些人才的獎勵制度（即薪酬、職業發展、工作滿意度、企業文化以及其他與科技公司相關的福利，如免費咖啡、小睡艙或帶狗上班等等），領先企業的增長和創新就會開始放緩。同樣，由於科技創新已將這些熟練勞動力集中到「無形增長」領域中的極少數行業中，令成熟產業缺乏高素質人才，最終導致邊際收益趨近於零。這就提出了一個重要的問題：開發下一代版本領先智能手機需要多少軟件工程師或數據科學家？可能與上一版本相同或更少，因為在這些日趨成熟的業務模式中的營運效率已經確立。這種形勢在一定程度上導致過去兩年中史無前例的裁員潮，2,000 多家科技公司裁員近 67 萬人，其中包括「七大」（蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、英偉達、Meta Platforms 和特斯拉）的大量裁員。

隨著「無形增長」對高素質科技人才的壟斷逐漸減少，這為數據科學滲透率較低或沒有滲透率的價值型公司帶來福音，而價值型公司正是指數的主要部分。價值型公司如果能抓住和留住人才，並採用科技解決方案，最有可能在未來幾年內

科技業裁員

(傳統) 「價值型」之死



資料來源—TrueUp

實現盈利的大幅增長。增長再現將有助於重新喚醒「動物本能」，推高市盈率，從而提升該資產組別的回報。

從哪裡尋找增長點？

過去幾十年，市場似乎已自我分隔為兩個不同的投資組別——「價值型」和「增長型」。我們相信，這種轉變，加上上述的動力，現在已經為耐心、細緻地投資這些「瀕臨死亡、缺乏想像力、缺乏創新和乏味的舊經濟企業」奠下基礎；而具有諷刺意味的是，這些企業可以從無形資產（例如人力和社會資本、品牌資產、智慧財產權和網路效應等）的投入和升級中獲得最大利益。

投資者如果願意擴展其傳統投資方法，把促進增長所需的非傳統的「財務外」因素納入其中，長遠而言將會獲得超額回報。因此，正如馬克吐溫在看到自己的訃聞後對報紙所言：「關於我死亡的傳言被大大誇大了」，我們相信價值型投資尚未死亡。

每月
焦點



Lindsay Strickland
美國奧馬哈
lindsay.strickland@rbc.com

2023 年增長股重獲投資者青睞

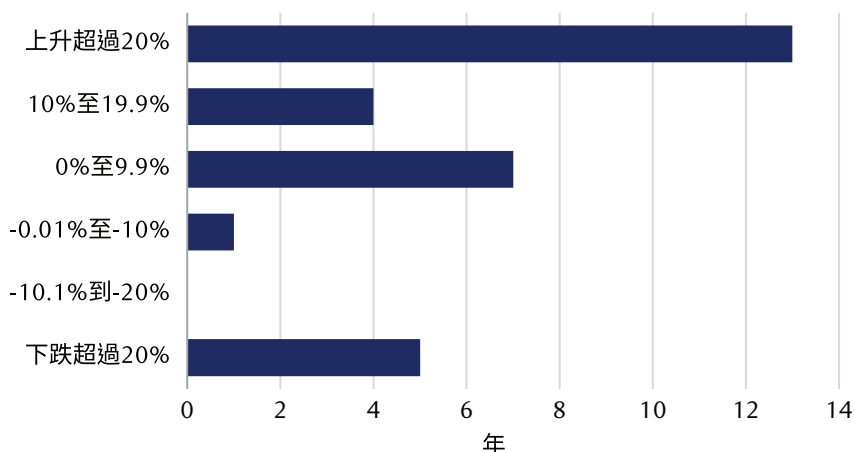
2022 年增長股讓人心碎，但 2023 年增長型投資風格（以羅素 1000 增長股指數為代表）再次位居榜首，上漲約 41%。但前一年，該指數與大多數其他投資規模和風格的股票相比，則排名最後（下跌約 30%）。這輪反彈能否持續？

要點

- 由於增長股升幅顯著，所以在中長期內是大多數投資組合中的重要組成部分。
- 繼 2023 年兩位數的強勁回報之後，許多投資者對增長型公司的基本面要求很高。
- 在引入新技術期間，納斯達克的過往表現可能為潛在表現提供線索。

儘管 2022 年表現差勁，但這只是增長股自 2008 年以來第 2 年出現負回報，另一年為 2018 年，跌幅為 3%。增長股的回報往往大上大落。自 1994 年以來，增長股 80% 的時間都有正回報。43% 的情況下，年回報率超過 20%，8 年的正回報率超過 30%，只有兩年的回報率下跌超過 30%（計算時將去年 29.8% 的跌幅四捨五入）。下圖顯示該期間內每年出現的漲跌幅度。

在過去 30 年中，羅素 1000 增長股指數有 24 年的年回報率為正數



資料來源——RBC 財富管理，FactSet；截至 2023 年 12 月 31 日的數據

2023 年增長股重獲投資者青睞

好的回報，美好的期望

過去 5 年，羅素 1000 增長股指數的平均複合年增長率為 18%。這些回報可能引發以下問題：「這些優異增長股包括哪些公司，另外，投資者為什麼要忍受這些投資可能帶來的劇烈波動？」

儘管增長股的定義很多，但大多數增長型公司都符合以下幾個（即使不是全部）指標：

- 增長型公司的年營收增長保持穩定且高於整體經濟增長——相對於國內生產總值或標普 500 指數。
- 營收增長率超過公司所屬行業的整體增長率。
- 在公司擴大市場份額和終端市場的具體舉措和策略的推動下，收入、收益和自由現金流的增長預計將保持在較高水平。
- 增長型公司由於受惠於長期增長而非周期性增長的業務模式，所以往往能夠在一段較長的時間內維持優異的增長率。長期增長得力於各種因素、主題和科技——這些往往會實質地改變個人的生活和工作方式，以及公司的營運方式。而週期性增長則令一家公司受到商業週期的重大影響。
- 投資者往往不會太計較，並願意為增長型公司支付更高的估值。常見的估值方法包括市盈率、企業價值與銷售額比率——這兩項在公司缺乏盈利數字時經常使用（例子是亞馬遜上市後的首 6 年，其營業收入在 2015 年之後才真正開始增長）、企業價值倍數（另一種估值方法，當盈利仍為負數，但公司在利息和稅前仍有盈利時使用），及／或企業價值與自由現金流比率。
- 增長型公司多為資訊科技、非必需消費品、醫療保健和工業等行業。這些行業在羅素 1000 增長股指數中的比重分別約為 52%、19%、10% 和 10%。

2024 年的配置有所不同

事後看來，從 2022 年的調整到 2023 年的反彈，推動增長股回報的力量已於去年開始發揮作用。

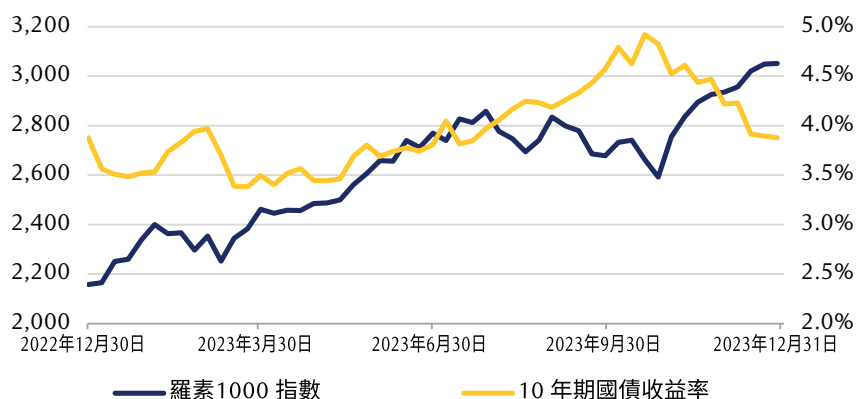
首先，2023 年初投資者情緒處於悲觀水平，與 2008-2009 年全球金融危機最嚴重時期相同。事實證明，如此極端悲觀情緒往往不會持續，而是預示將會出現強勁表現，跑贏大市。

2023 年增長股重獲投資者青睞

其次，當 10 年期國債收益率下跌時，增長股往往會跑贏價值股。事實上，10 年期國債收益率在 2023 年初為 3.88%，有趣的是，年底也大致處於同一水平。其關係如下圖所示。

這一年，隨著通脹降溫，投資者對美聯儲將結束加息週期並可能在 2024 年轉向減息抱有希望。年內，市場對未來利率下跌的憧憬不斷推高增長股的估值。人工智能和生成式人工智能的興起同樣推高增長股的估值。2022 年 11 月底推出的 ChatGPT 就像變魔術一樣，在 2023 年全年重新推高科技股的交易。

2023 年羅素 1000 增長股指數對比 10 年期國債收益率



資料來源——RBC 財富管理，FactSet；截至 2023 年 12 月 31 日的數據

今天的起跑線不同

投資者的情緒在年末高漲，在這個水平上，市場的遠期回報可能會稍為回軟。投資者已經預期，許多公司將通過利用人工智能保持強勁的收入和盈利增長。與標普 500 指數相比，市場預期納斯達克科技股的盈利增長在 2024 年將會加速。如今，納斯達克指數的遠期市盈率為 27.3 倍，即自 2022 年初以來，已經增加約 470 個基點，即 20%。我們認為，只有當這類股票在 2024 年無法繼續維持或加快收入和盈利時，這估值指標才會成為問題。這些公司現在需要在 2024 年實現增長。

預計 2024 年納斯達克盈利增長會是標普 500 的幾乎兩倍

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 (估計)	2024年 (估計)	2025年 (估計)
標普 500 每股收益	\$117.42	\$130.19	\$158.00	\$157.22	\$135.89	\$205.05	\$214.33	\$217.06	\$242.59	\$273.98
納斯達克每股收益	\$244.65	\$279.03	\$327.98	\$292.67	\$281.21	\$431.45	\$401.09	\$456.57	\$562.00	\$678.65
標普 500 增長股指數	0.8%	10.9%	21.4%	-0.5%	-13.6%	50.9%	4.5%	1.3%	11.8%	12.9%
納斯達克增長股指數	5.5%	14.1%	17.5%	-10.8%	-3.9%	53.4%	-7.0%	13.8%	23.1%	20.8%

資料來源——FactSet；截至 2024 年 1 月 17 日的數據

2023 年增長股重獲投資者青睞

納斯達克指數說明

2023 年底，納斯達克指數上升 43%，略高於羅素 1000 增長股指數。納斯達克指數中科技股板塊的比重約佔 57%。該板塊去年的回報率接近 56%，超過其他 10 個板塊。過去 1 年，增長股在變革性科技的推動下取得兩位數的高回報，歷史為增長股的未來提供了一些啟示。

我想到 3 個例子。首先，蘋果電腦誕生於 1976 年。第二，1994 年，Netscape 推出第一個瀏覽器，並為公眾建立了互聯網。第三，亞馬遜於 2006 年推出亞馬遜網絡服務，而蘋果公司的 iPhone 則於次年面世。下表顯示從這 3 項突破性科技問世開始，納斯達克指數連續 6 年的回報率。

技術轉型後納斯達克指數的表現

年份	回報	年份	回報	年份	回報
1976年	26%	1994年	-3%	2006年	10%
1977年	7%	1995年	40%	2007年	10%
1978年	12%	1996年	23%	2008年	-41%
1979年	28%	1997年	22%	2009年	44%
1980年	34%	1998年	40%	2010年	17%
1981年	-3%	1999年	86%	2011年	-2%

資料來源——RBC 財富管理，FactSet

關於 2024 年的增長股投資，至少還有一個因素需要考慮。納斯達克於 1971 年 2 月開始交易。從那時起，美國共舉行了 13 次大選，其中 10 次產生正回報，平均回報率為 20%。出現負回報的 3 個大選年平均下跌 30%。將這些時期的增長股與價值股比較，1980 年以來 11 次大選的數據顯示，價值股在 72% 的情況下表現優於增長股。

在大多數選舉年中，增長股都落後於價值股

年份	羅素 1000 增長股	羅素 1000 價值股
1980年	35.2%	16.3%
1984年	-3.9%	3.5%
1988年	8.5%	17.2%
1992年	2.7%	9.4%
1996年	21.5%	18.1%
2000年	-22.8%	4.9%
2004年	5.2%	13.7%
2008年	-39.3%	-38.8%
2012年	13.3%	14.5%
2016年	5.3%	14.3%
2020年	37.1%	0.1%

資料來源——RBC 財富管理，彭博；1980-2020 年年度數據

2023 年增長股重獲投資者青睞

耐心、回落和可能性

過去 5 年，羅素 1000 增長股指數的表現優於納斯達克指數、標普 500 指數和羅素 1000 價值股指數，並在 3 年期和 10 年期上穩居前兩位。這種投資風格的表現優勢使其成為構建投資組合和獲取投資回報的有力工具。整體而言，增長股的波動性往往較大，調整幅度也較大，因此應根據個人風險承受能力來管理投資比重。我們認為，要利用好波動性和機會，就必須有耐心。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

新高，風險更高

這輪上升是在 10 月創下令人擔憂的低點之後出現，主要是投資者認為通脹下降會令美聯儲及其他央行早些降低短期利率，而且減息的速度甚至可能比之前期望的更快。

在過去的幾個月，除中國股市外，大多數主要股市都走高，但在國內生產總值增長好於普遍預期的市場（特別是美國）和經濟表現令人失望的市場（包括加拿大、歐洲，尤其是中國）之間，表現卻有明顯的差異。

標普 500 指數創下新高，這使人們預期該指數和其他指數可能會進一步上漲。我們認為，未來幾個月可能會、甚至極可能會再創新高。但並非所有技術和估值指標都顯示一致的正面信息。

重要的是，大型企業股指數走高是由廣泛的成份股帶動。所謂的標普 500 指數漲跌線是一種衡量標準，旨在顯示大多數股票的走勢是否與該指數本身相同，或是否背道而馳。在這個例子中，漲跌線比指數本身提前近兩個月升至新高。

但是，標普 600 小型企業股指數漲跌線仍遠低於其前期高點，因為該指數的表現一直不如標普大型企業股指數。股市升勢放緩往往預示市場將出現廣泛疲軟。但只要大型企業股指數的廣泛成份股與標普 500 指數本身保持同步，那麼進一步創新高是合理的預期。

儘管如此，我們認為估值並不特別引人注目。在 10 月份低點時，標普 500 指數的市盈率是 19 倍，在大多數投資者看來已相當充分。如今，市盈率明顯更高，達到 22.3 倍。

在同樣的 3 個月時間裡，投資者和經濟觀察家從 10 月份對通脹「黏性」的擔憂，以及認為美聯儲不願排除進一步加息的可能性，一路轉變為近期幾乎一致的看法，即美聯儲將於今年春季開始減息，並會很快進行多次減息。

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

過去幾年，像這樣搖擺不定的觀點已經成為常態，先是把市場推向這邊，然後又推向那邊。這種情況極可能繼續出現。值得記住的是，金融市場在預測 3-24 個月後的美聯儲基金利率方面並沒有良好的記錄，美聯儲本身也是如此。

我們認為，如果通脹進一步疲軟，將為美聯儲最終減息開關道路。但我們認為，通脹方面的任何負面消息都可能推遲美聯儲開始寬鬆政策的時間，迫使債券收益率上升，使經濟硬著陸成為更可能出現的結果，並降低股票價格。

對我們來說，1 月份極為強勁的就業報告在這方面令人擔憂。如果這是一種趨勢而非「一次性」，則美聯儲即將減息的希望將再次破滅，美聯儲可能會再次上調基金利率。我們認為，這將同時給市盈率帶來下行壓力，並加劇家庭可支配收入和企業利潤的緊縮。

許多人都在說軟著陸已成定局，但這並不意味著軟著陸就一定會實現。從歷史上看，可靠的領先指標，如收益率曲線的形狀（連續 19 個月倒掛），和世界大型企業聯合會的領先經濟指數（連續 20 個月下降），都完全處於各自預測的時間窗口內，即過去經濟衰退開始的時間。

全球股票

歷史表明，美聯儲基金利率在這個問題上有一定影響力。平均而言，經濟衰退會在美聯儲首次加息 25 個月後開始。考慮到在所觀察的歷史中，有一半需要超過 25 個月的時間，這大概會在今年 4 月。

我們在平衡的全球投資組合中維持股票的市場比重，主要是廣泛的正面數據顯示未

來會出現更多新高。但是，如果對經濟增長、通脹放緩以及美聯儲減息的預期減弱，股市都可能會迎來另一個調整／緊縮期。

美國實現期待已久的軟著陸並非不可能，但歷史機率表明，目前經濟衰退的大門仍然敞開。

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

入市時機並非最重要

今年全球固定收益市場波動仍高，因為活躍投資者正試圖解讀各國央行將有什麼措施。大部分討論都集中在何時減息，但這對於管理大多數投資組合可能沒什麼用。減息幾乎可以肯定，但減息的幅度更重要。

全球債券收益率近來一直像過山車一樣，去年秋季大致見頂，然後在 2023 年底大幅下跌。美國基準 10 年期國債收益率曾升至 5.0%，然後跌至 3.8%，但在 2024 年初又回升至約 4.0%。雖然我們預計短期波動最終會在今年漸漸轉為較低的收益率環境，但投資者最重要的是考慮宏觀前景，以及什麼時候入市。

如圖所示，美國長期主權債券收益率與市場對美聯儲今年年底減息幅度的預期高度相關。現時，市場預計美聯儲將在 12 月前將美聯儲基金利率的目標區間從現時的 5.25-5.50% 下調至 4.00-4.25%，大致與 10 年期國債收益率的交易水平一致。

2023 年 12 月，美聯儲官員將今年的減息幅度定為 4.50%-4.75%，因此我們將其

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

作為 10 年期國債收益率潛在交易區間的上限。目前的市場定價和 RBC 資本市場的估計都在 4.00%-4.25% 之間，因此我們將其作為基本情況。就低位而言，市場定價在 12 月份時為 3.50%-3.75%，儘管我們認為經濟風險最近有所減弱，但至少仍將存在，這似乎是今年 10 年期國債收益率的合理低位。在這個框架內，如果 10 年期國債進一步上升到 4% 的區間，我們會考慮購買債券及延長到期日，並將風險敞口降至該水平以下。

長期國債收益率的前景取決於今年減息的次數



資料來源——RBC 財富管理，彭博；截至 2024 年 1 月 31 日的數據

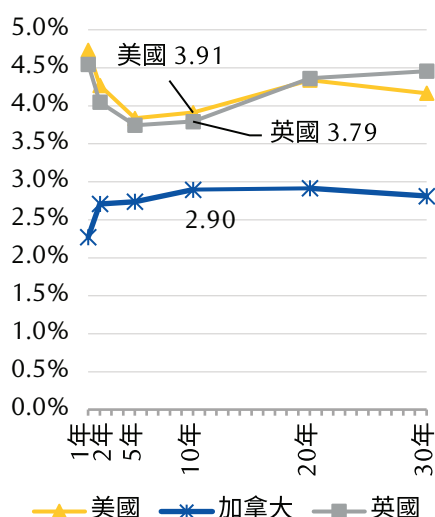
全球固定收益

在美國之外，我們認為各國央行有可能比原先預期的更早轉向減息。RBC 資本市場的分析師此前預計，歐洲央行今年將保持政策利率不變。但在 1 月份的鴿派政策會議之後，他們現在認為會有三次 25 個基點的減息，第一次將在 6 月份。RBC 資本市場的分析師們也改變了對英國央行的看法，現在他們預計英國央行將在 8 月

份進行首次減息，而此前他們認為英國央行在 1 月底召開一次相對鴿派的會議後，將在今年按兵不動。

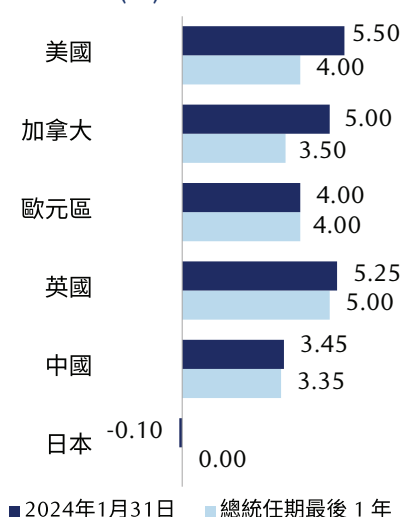
與通常情況一樣，央行仍將是市場的焦點，尤其是在近期，因為活躍投資者要衡量究竟將會減息多少。

主權收益率曲線



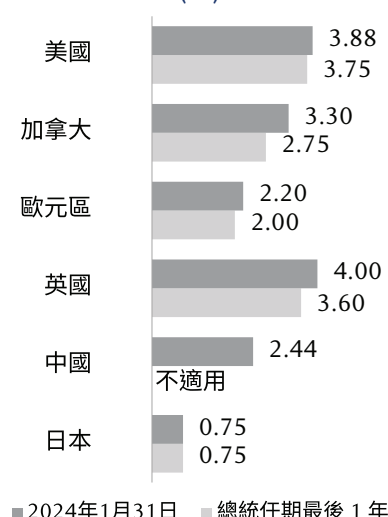
資料來源——彭博；截至2024年1月31日的數據

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

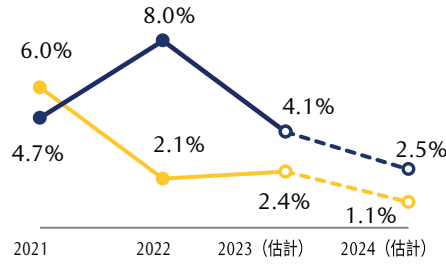
10 年期收益率 (%)



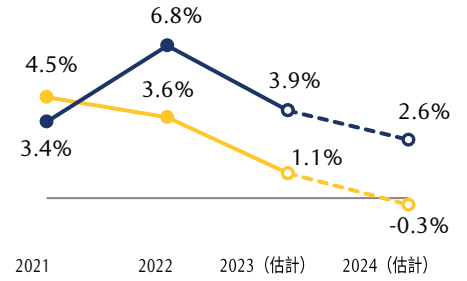
註：歐元區利用德國債券。
資料來源——RBC 投資策略委員會、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

主要 預測

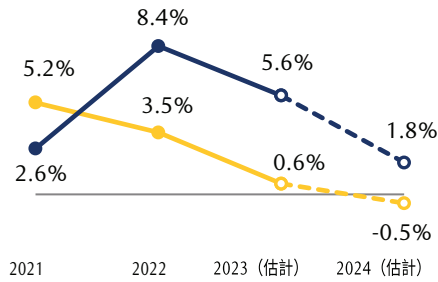
美國



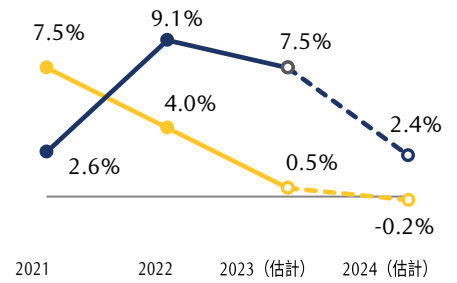
加拿大



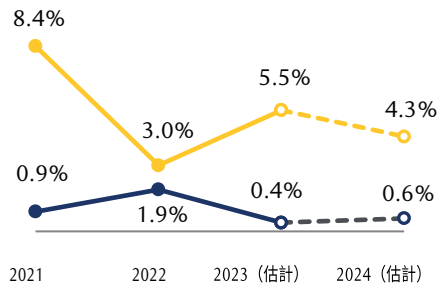
歐元區



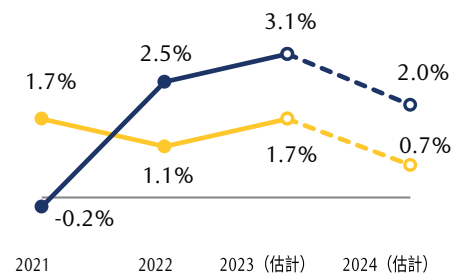
英國



中國



日本



—●— 實際國內生產總值增長率

—●— 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、彭博一致估計

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。

全球投資組合顧問委員會，利用 RBC 投資策略委員會制定的整體市場展望，並利用 RBC 投資策略委員會（RISC）、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

Kyle Bergacker（特許財務分析師）——高級投資組合顧問，

責任投資（美國股票），投資組合顧問組（美國）

Lindsay Strickland——高級投資組合顧問（美國股票），

投資組合顧問組（美國）

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

其中一位或多位編彙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 (包括六家或更多家公司)，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2023年12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]	829	57.17	253	30.52
持有 [與板塊持平]	575	39.66	154	26.78
賣出 [遜於整體板塊]	46	3.17	6	13.04

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>。與我們的投資咨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 財富管理根據可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：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