

全球 透視



Wealth
Management
財富管理

來自全球投資諮詢委員會的觀點

2023年10月

新常態、舊常態 還是非常態？

隨著全球利率達到十多年來未見的水平，
我們會探討未來的貨幣政策將會如何。

Thomas Garretson · CFA | 第 4 頁

本期內容



全球股市
狹路



全球固定收益
雖已入秋，但孳息率
不下跌



大宗商品
原油：反彈



美國衰退指標表現圖
一片平靜

製作時間：美國東部時間 2023 年 10 月 2 日下午 4 時 55 分；分發時間：美國東部時間 2023 年 10 月 3 日上午 10 時

重要及必須的非美國分析員披露，請參閱第 27 頁。

透過加拿大皇家銀行財富管理出售的投資和保險產品並非由美國聯邦存款保險公司或任何其他聯邦政府機構承保，亦非銀行或任何銀行聯屬公司的存款或其他責任或由其擔保，且面對投資風險，包括可能損失投資本金。

目錄

4 每月焦點：新常態、舊常態還是非常態？

隨著全球利率達到十多年來未見的水平，一些投資者開始懷疑零利率和負利率時代是否已經結束。我們會探討未來的貨幣政策將會如何。

9 全球股市：狹路

儘管股市可能會在近期調整過後反彈，但我們認為美國消費者面臨的壓力越來越大會縮窄開創新高的潛在路徑。我們對軟硬著陸的爭論作出評估後暫時看好股票。

14 全球固定收益：雖已入秋，但孳息率不下跌

儘管加息週期似乎已經結束，債券孳息率仍持續上升。這對固定收益投資者有什麼意味？

19 美國衰退指標表現圖：一片平靜

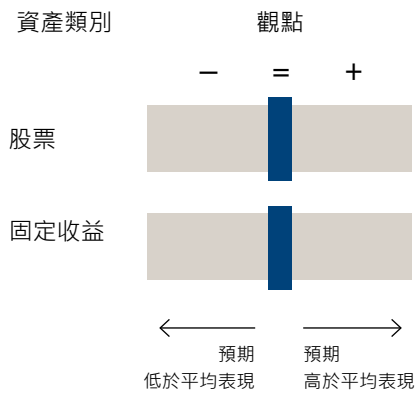
衰退指標表現圖變動不大，但隨著第四季度展開可能會再起風雲。

市場內望

- 3 加拿大皇家銀行投資觀點
- 9 全球股市
- 11 區域股市
- 14 全球固定收益
- 16 區域固定收益
- 19 美國經濟衰退表現圖
- 22 大宗商品
- 23 貨幣
- 24 主要預測
- 25 市場行情

加拿大皇家銀行投資 觀點

全球資產類別觀點



(+/-/-) 代表全球投資諮詢委員會 12 個月投資期的觀點。

+ 偏高比重表明該資產組合或地區相對於其他資產組合或地區可能會有高於平均的表現。

= 市場比重表明該資產組合或地區相對於其他資產組合或地區可能會有等於平均的表現。

- 偏低比重表明該資產組合或地區相對於其他資產組合或地區可能會有低於平均的表現。

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理

股票

- 我們現時繼續建議以市場比重持有全球股票。如果有可信理據支持美國經濟軟著陸的信心，我們認為標普 500 指數及其他已發展市場或許能夠在未來幾個月開創新高。
- 然而我們注意到在表面之下，美國消費者的消費能力和信心似乎受壓，因素包括儲蓄枯竭、高利率、銀行越來越不願意借貸以及能源價格上升。
- 我們認為在 2024 年經濟和股市可能面臨更艱巨的局面。

固定收益

- 全球孳息率在九月再創新高，彭博全球綜合債券指數平均孳息率以 4.3% 見頂，是自 2008 年以來最高。此時正值大部分主要央行可能已結束或接近結束加息週期，因為政策制定者試圖平衡行動過多的經濟風險和行動過少的通脹風險。我們認為政策良方是保持利率穩定但高企，同時讓市場相信短期內不會減息。這樣會使投資者有更長時間以吸引的息率投入資金。
- 美國固定收益孳息率接近多年高位，故我們維持市場比重。儘管美國經濟風險已經消退，但全球經濟衰退風險仍然很高。因此，我們總體上認為宜以偏低比重持有公司信貸債券並略微側重政府債券。

每月
焦點



Thomas Garretson, CFA
美國明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

新常態、舊常態還是非常態？

隨著全球利率達到十多年來未見的水平，一些投資者開始懷疑零利率和負利率時代是否已經結束。我們會探討未來的貨幣政策將會如何。

要點：

- 經濟體的「中性」利率理論既不提振也不限制經濟活動，長久以來一直引導央行政策。
- 中性利率幾十年來一直處於下降狀態，儘管有理由認為利率會隨著全球經濟變化及為適應疫症後環境而上升，但我們仍然認為最終會受長遠的低息因素支配。
- 利率可能會在較長時間內保持在歷史高位，但如果央行需要重新採取刺激措施，低利率可能是主要工具。

15 年前全球金融危機過後的新常態是市場參與者的共同主題。1980 年代中期至 2007 年大穩健時期的特點是經濟長期持續擴張和通脹穩定，令投資者未能作好準備面對接下來的情況。

美國消費者在房地產泡沫之後去槓桿化，加上政府財政政策反應乏力故只能依賴貨幣政策為應對主力，原因是經濟增長低於標準致令通脹長時期過低是各中央銀行面臨的首要問題。最終結果是，除了大規模資產購買計劃等新的另類政策工具之外，聯儲局和全球其他央行還首次實施零政策利率，更不用說其他國家後來採用的負政策利率。

現在看來這些問題已經逆轉了。美國對疫症的財政反應過了頭，經濟增長一直高於長期趨向，通脹當然也遠高於目標水平。結果，聯儲局將利率提高至 20 多年來未見的水平，全球大多數主要央行的情況亦類似。

在投資者經歷了十年零利率甚至負利率政策體制之後，未來五年、十年和十五年的央行政策會是怎樣，更重要的是，低利率時代是否真的已經過去？

星星是宇宙的地標

「就像通常的情況一樣，我們在多雲的天空下依靠星星導航。」聯儲局主席鮑威爾在八月份的言論提到引導聯儲局的星星及運作面對的不確定性。用聯儲局的話來說，政策制定者所依據的「星星」是自然利率（又稱為 r^* ，即 $r\text{-star}$ ）和自然失業率（ u^* ）。

新常態、舊常態還是非常態？

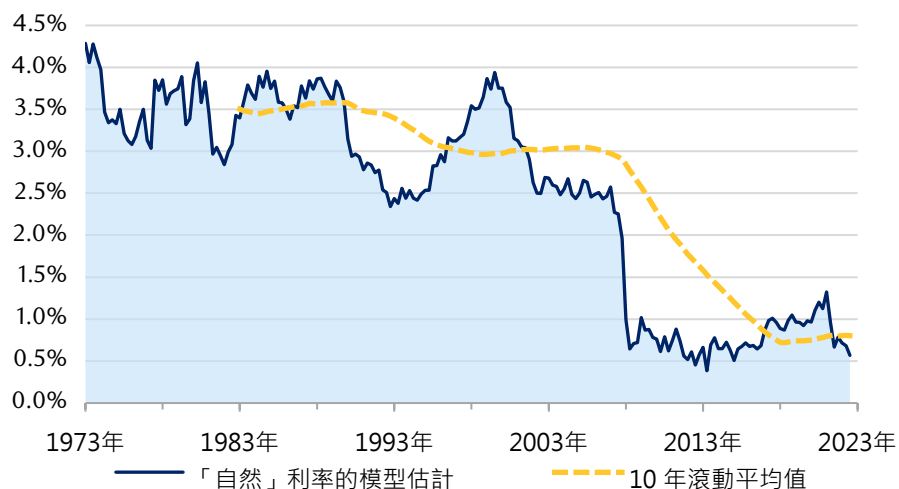
此言出自聯儲局主席是頗具詩意的，但天體導航是他在任期內多次討論過的主題，可以讓我們了解這對近期政策前景以及往後有什麼意味。

需要明確的是，這些理論上的自然利率和失業率—即是在價格穩定和充分就業時期應處的水平—只不過是理論上而已。但有許多模型試圖估計這些天體。

第一個圖顯示的是最常見的模型之一，由紐約聯邦儲備銀行現任行長約翰威廉斯共同創建，用於估計現行實質自然利率（經通脹調整）。以實質計算自然水平仍僅為 0.56%，如果加上聯儲局的 2% 的通脹目標則為 2.56%。

為什麼會這樣呢？自 1970 年代和 1980 年代的大通脹時代以來利率一直穩步下降，而其他研究亦顯示過去 700 年來利率一直處於穩定下降的狀態。我們認為這種所謂自然利率的關鍵驅動因素相當簡單。隨著經濟成熟，全球潛在增成自然會隨著時間放緩。隨著全球人口老化，最大的推動因素，即人口結構仍然堅定地支持自然利率下降，繼續帶動過剩儲蓄和對安全資產的需求。避險情緒或許是導致自然利率下降的另一個因素，尤其是在金融危機造成經濟和心理傷害之後。

一項對「自然」利率的估計顯示我們仍處於低利率時代



註：模型以 Holston-Laubach-Williams 對實質（經通脹調整）自然利率的估計為依據。
數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社

新常態、舊常態還是非常態？

不論是 40 年還是 700 年的趨向都是需要應對的強大力量，這表明美國和全球目前處於歷史高位的政策利率可能是一種偏差，而不是對後金融危機時代的突破。事實上，威廉斯今年曾多次堅稱沒有理由認為自然利率已經上升。

也就是說，可能基於一些理由而認為自然利率確實可能在未來幾年開始上升。

聯儲局的北極星

聯儲局還有一顆星，但這顆星很容易觀察且在一段時間內保持不變：自然通貨膨脹率，即 π^* ，幅率自 2012 年以來一直是 2%。

如下圖所示，聯儲局政策制定者也普遍同意長期自然利率約為 2.50% 的觀點，實質水平為 0.50% 加上 2% 的通脹目標。不過，幅率已開始上升。聯儲局一些官員預計在 9 月 19 日至 20 日的政策會議之後，利率將企於 3.3% 左右。

市場也可能會接受這樣一種想法，即按某個指數來衡量自然利率可能會上升，該指數反映市場預期隔夜利率在五年內（從現在起五年後）的平均值。幅率自 2007 年以來一直呈下降趨勢，最近又回落至接近 4%。

我們認為可能有兩個關鍵原因，也可能有一個輔助原因。第一個因素可能源自針對疫情的強烈政策反應。行動引發經濟的快速復甦，並形成通脹比過去一段時間更結構性的環境。

市場預期自然利率上升，聯儲局的預測會跟隨嗎？



註：基於 5 年期、5 年遠期隔夜指數掉期利率的市場預期；聯儲局的預測以聯邦公開市場委員會的目標為依據。

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社

新常態、舊常態還是非常態？

第二個涉及聯儲局的北極星——2% 通脹目標。鮑威爾近年來也強調過低自然利率帶來的挑戰，就是本質上當經濟低迷或受壓時，聯儲局只有 2.5% 至 0.0% 的小窗口可減息以刺激經濟。在達到 0.0% 的實質下限後，聯儲局必須改用政策利率以外的其他工具。

如果實質自然利率確實可能保持在歷史低位並接近 0.0%，擴大窗口來管理政策利率的唯一方法就是提高通脹目標。這是近年備受討論的話題，儘管聯儲局絕不會在通脹仍然過高的時候談論此議題，但我們認為聯儲局很有可能最早在 2025 年開始公開探討這個構思。

最後就是人工智能，儘管就自然利率而言無可否認這是相對未知，但這可能是讓投資者重新評估未來利率水平的潛在長期因素。但生產力低下長期以來一直拖累潛在經濟增長率。如果人工智能兌現其最樂觀的承諾，市場可能會開始預期人工智能推動生產力大增並因此帶來更高潛在增長，儘管這肯定十分長遠。

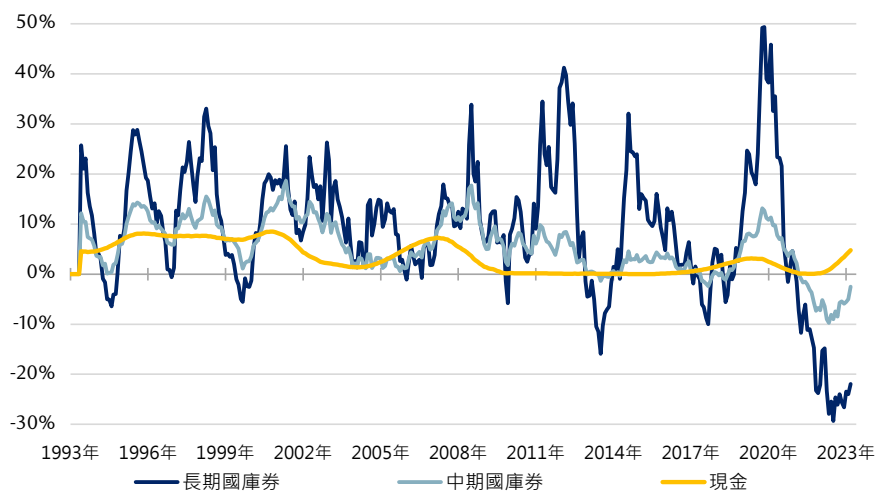
正常判決

這一切對投資者有什麼意味？我們的基本看法是利率下降的長遠趨向將基本保持不變。在新常態或回復舊常態的問題上，我們認為根本不存在常態。貨幣政策和央行工具包將隨著每個商業週期和經濟時代的變化而不斷蛻變。

在這個框架內，當前的孳息率環境很可能為投資者帶來各種各樣的機會。誠如最後一個圖所示，自聯儲局於 2022 年 3 月開始加息以來現金一直受追捧，基於 1-3

現金跑贏大市可能已經結束

滾動 15 個月總回報



註：現金以彭博美國國庫券 1-3 個月指數為代表，中期國庫券以彭博美國中期國庫券（1-10 年期）指數為代表，長期國庫券以彭博美國 10 年以上國庫券指數為代表。

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社

新常態、舊常態還是非常態？

個月國庫券計算的總回報率接近 5%，而較長期的國庫券仍下跌 20% 有多，是有記錄以來最大的表現差距之一。但情況可能已經逆轉，隨著央行利率似乎已達到或接近見頂，長期債券已經收復部分失地。

但是，投資者試圖推斷市場步伐很可能會完全錯失機會。因此，在未來幾個月和幾季我們只會採取一項策略，就是在利率長期但可能不是永遠高企的環境中逐步退出現金和短期債券。

全球 股市



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

狹路

- 標準普爾 500 指數以及其他已發展市場仍有可能在未來數月開創新高 (但可能性不斷減少)。只要有可信理據支持美國經濟軟著陸的信心，我們認為依然存在上行通路，儘管通路日漸縮窄。
- 然而在表面之下，美國消費者的消費能力和信心受壓，因素包括儲蓄枯竭、加息、銀行越來越不願意借貸以及能源價格上升。在明年經濟和股市可能同樣面臨更艱巨的局面。

標準普爾 500 指數以及歐洲和日本股市經歷了截至七月的 10 個月升市後，已進入調整 / 整固階段並一直持續到季節性疲軟的秋季階段。這些市場似乎越來越超賣。我們認為，未來幾週可能會反彈且不排除標普 500 指數再創新高的可能性。

然而，我們認為開創新高的可能性正在減小，並且更多地取決於技術市場因素而不是基本面。特別是，衡量市場廣度和參與度的標準普爾 500 騰落線已在夏季創下歷史新高。通常但並非總是，標準普爾 500 指數本身有望開創騰落線新高點。但是，美國經濟必須有更大可能會軟著陸 (即不步入衰退)。

認為美國疫後經濟還會持續擴張的信念一直是推動大多數市場上升的動力，儘管不時有回調。自從聯儲局開始加息並取消費化寬鬆計劃以來，預測人士便分為兩派，一派預計軟著陸，另一派則預計硬著陸。

爭論仍在繼續。軟著陸支持者最近因一些略好於預期的經濟數據而感到振奮，其中包括就業狀況迄今尚未減弱。

還有一派觀點認為美國經濟顯然仍在成長，這意味著不會陷入衰退。這派人士指出第二季公佈的年化實質國內生產總值增長率達 2.1% 屬於可觀，要更安心的話可以參考亞特蘭大聯邦儲備銀行廣受關注的

股票觀點

地區	之前	目前
全球	=	=
美國	=	=
加拿大	=	=
歐洲	-	-
英國	-	=
亞洲 (日本除外)	=	=
日本	+	+

+ 偏高比重持有；= 市場比重；- 偏低比重持有
數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理

GDPNow 模型第三季估計得出的 4.9%。該模型很有用但不是絕對精確——其預測的平均誤差為 +/- 1.2 個百分點。

另外值得注意的是，亞特蘭大聯邦儲備銀行本季的流程尚未完成，要等到十月底全部公佈 9 月的數據後才告完成。事實上，還有另外兩家地區聯邦儲備銀行發表了「當下預測」預測 (即使用包括大數據在內的當前數據來預測經濟趨向)：聖路易聯邦儲備銀行對第三季度經濟增長的估計目前為 1.6 %，而紐約聯邦儲備銀行的估計為 2.1%。根據這三個模型進行平均計算，得出的是 2.9%。

自 1950 年代以來每次衰退展開之前的數季，每季的實質國內生產總值增長率都介乎 +9.3% 至 -2.9% 之間。平均值為

全球股市

+2.4%，但我們沒有發現有力的集中趨勢證據。一個季度的增長率似乎無助於判斷下一個季度衰退的可能性。

我們更相信歷史記錄。歷史記錄表明，透過聯儲局長期連續加息以及連續多個季度提高銀行貸款標準來逐步收緊信貸條件從來都不是避免經濟衰退的良方。相反，這些因素總是發生在硬著陸之前或者是硬著陸的一部分。

這些限制性條件已經存在，並且已經持續了一年多。我們預期對經濟和股市的影響在明年會有一段時間更強烈。當然，凡事總會有第一次，但若歷史機率顯示情況會更艱巨，掉以輕心不是明智之舉。

目前，我們建議繼續充分投資股市，以利用我們認為會在未來幾個月日漸減弱的開創新高機會。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。

我們認為側重具韌性的優質企業的最大理由，也許是似乎正在增加的不利因素始終會消散，並可能會在明年較後時候完全消散。在新一輪經濟擴張開始之前幾個月，股市通常都能預測得到。當機會隨著正面轉折點到來時，我們認為價值保持在平均水平以上的投資組合最能夠加以掌握。

區域股市

Kelly Bogdanova

美國三藩市

kelly.bogdanova@rbc.com

Sunny Singh, CFA

加拿大多倫多

sunny.singh@rbc.com

Frédérique Carrier

英國倫敦

frederique.carrier@rbc.com

Thomas McGarrity, CFA

英國倫敦

thomas.mcgarritty@rbc.com

Jasmine Duan

中國香港

jasmine.duan@rbc.com

Nicholas Gwee, CFA

新加坡

nicholas.gwee@rbc.com

美國

■ 繼上半年強勁上升之後勢頭現已停滯，美國主要股指紛紛回落。10 年期國庫券孳息率持續上升和聯儲局的鷹派訊號削弱了對股市的熱忱。多年來，美國股市相對於美國國庫券具有優勢，因為後者的孳息率異常低，因而導致更多資金流入股市。現在債券市場似乎又再抬頭，孳息率遠高於標準普爾 500 指數的股息率。我們認為這導致更大比例的增量現金流入債市而非股票。

■ 儘管很多機構投資者關注經濟的韌性，我們的領先指標仍然顯示不能排除經濟在未來 12 個月衰退的可能性。如果真的現實，我們認為標準普爾 500 指數的盈利將低於 2024 年每股 247 美元的一致性預測。

■ 我們建議持有的美國股票不宜超過市場比重，並應側重優質公司，即是擁有可靠現金流產生能力、可持續且不斷加派股息、負債較低和管理團隊強大的公司。我們認

為本年迄今升幅最大的七隻大型科技股的估值似乎很高，標普 500 指數的 11.7% 升幅主要是來自這些股票。我們喜歡標普 500 等權重指數多於市值加權的標普 500 指數，後者的科技股佔比是大得多。

加拿大

■ 加拿大經濟第二季出乎意料下滑，因為國內生產總值較上一季萎縮，這表明加息限制經濟活動。消費者支出增長步伐為 2021 年第二季以來最慢，住宅投資連續第五季下降。我們注意到加拿大銀行收緊行動的全面影響尚未在整個經濟體中顯現出來。由於家庭債務高企和住房對經濟貢獻龐大，經濟體對利率特別敏感。

■ 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過長遠平均，並接近「非危機」谷底。儘管難以找出因素使估值在信貸週期的現階段改善，但我們相信追求收益的長線投資者可以找到機會。

美國 10 年期國庫券孳息率飆升，而標普 500 股息率則下跌



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理 · 彭博社；數據截至 2023 年 9 月 22 日

區域股市

■ 我們預期能源板塊的表現主要受大宗商品價格影響。我們特別指出，如果經濟情況結果是正面，能源投資者可透過股份回購和股息獲得可觀的現金回報，企業則可以透過強化資產負債表和我們認為合理的資本支出需求，更好地應對艱局巨的宏觀背景。

歐洲

■ 由於歐洲的相對經濟勢頭急劇轉差，歐股在過去六個月明顯落後於標準普爾 500 指數。背後的主要原因是全球，尤其是中國對歐洲製成品的需求疲軟，另外就是歐洲中央銀行的進取加息週期。此外，與其他地區相比，MSCI 歐洲指數（英國除外）的增長型股，尤其是科技股佔比較低。近幾個月來，人工智能備受追捧令科技股的表現優於大市。

■ 繼跑輸大市之後，我們認為無論是從歷史背景還是相對於美股來說，歐股的估值都特別吸引。即使考慮到板塊風險敞口的差異，MSCI 歐洲指數（英國除外）的估值仍以歷史性幅度落後於標準普爾 500 指數。

■ 我們繼續建議減持歐洲股市，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。經濟動力自春季以來已停滯，但這似乎並未充分反映於盈利預期。鑑於經濟環境進一步疲軟，我們認為市場盈利預測有下調風險。

■ 在此背景下，我們仍將保持慎選。對於富耐性的投資者來說，大幅下跌的板塊可能有吸引力的機會，例如因涉及中國業務而受挫的奢侈品股。

英國

■ 英股今年的表現令人失望。鑑於富時全股指數的防守性板塊（例如醫療保健和必需消費品）和價值板塊（例如金融和能源）佔比相對較大，故當增長股領風騷往往會受挫。此外，鑑於指數的成份公司大部分收入來自海外，故英鎊兌美元一直上升至仲夏構成強大不利。首先，英股估值似乎不高，幾乎每個板塊都異常低於歷史水平。

■ 前景可能正在改善。投資者希望英倫銀行最近的暫停加息決定可以構成利好。暫停加息使英鎊走弱，為股市緩解一項重要阻力。每當價值股跑贏增長股，英國的藍籌股指數富時 100 通常會跑贏大市，因為能源、礦業和銀行等「舊經濟」產業在指數佔比較重。這種情況最近發揮支持作用，油價上升有助於提振能源板塊。

■ 因此，我們將英股從偏低比重上調至市場比重。我們承認當地經濟前景充滿挑戰，故對當地股市保持審慎。但我們密切注視能源板塊以及估值顯著低於國際同業的多元化優質全球領先企業的機會。

亞太地區

■ 中國八月份經濟數據有改善跡象。我們認為第四季有加推刺激措施的空間，這可能有助於經濟復甦。投資者可以再注視宏觀數據和企業盈利多數月，以判斷經濟是否確實在改善。因此，我們認為中國股市短期內仍可能略波動。由於投資者情緒現已傾向於悲觀，因此我們認為投資者進一步悲觀是不合理的。我們認為中國半導體產業近期的進展可能有助於緩解對美國技術限制的憂慮，這可能有助股市回穩。

區域股市

英鎊再次走弱

英鎊兌美元 貨幣



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社

■ 日本股市近期對日本可能會儘早擺脫負利率的反應顯示勢頭依然健康。一些市場觀察家預計日本央行將在 2024 年初進一步放寬孳息曲線控制政策，並在 2024 年下半年上調負利率。我們繼續看好日本股市，原因如下：通貨緊縮時代似乎即將結束、公司正在擴大股東回報；國內需求可

能保持強勁、投資者從投資中股改為投資日股的興趣增加、隨著團體旅遊禁令解除，中國遊客於 2023 年下半年回歸、巴菲特最近披露了對五家日本公司的投資，使人對日股潛在價值的興趣增加、日本的貨幣政策相對寬鬆、外國資金流入增加、我們認為估值不高。

全球
固定收益



Thomas Garretson, CFA
美國明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

雖已入秋，但孳息率不下跌

儘管全球央行的加息週期似乎已是尾聲 (至少目前如此)，但隨著交易員降低對即將減息的預期，主權債券孳息率仍持續大幅上升。

儘管聯儲局本季僅將隔夜政策利率提高了 25 個基點一次 (在 7 月份會議上) 達致 5.25%-5.50% 的水平，美國基準 10 年期國庫券孳息率仍在第三季上升 70 個基點達到 4.54% 的 15 多年新高。

因此，推高孳息率的並不是加息，而是減息可能性減低。去年夏天，市場一度預期聯儲局會在明年底之前將利率減至 3.75%。由於政策制定者承諾維持高利率更長時間，以將通脹率降至 2.0% 的目標，該預期已升至接近 4.75%。

全球情況亦類似。儘管預期的經濟下行沒有如期到臨，但風險尚未完全消除。各國

固定收益觀點

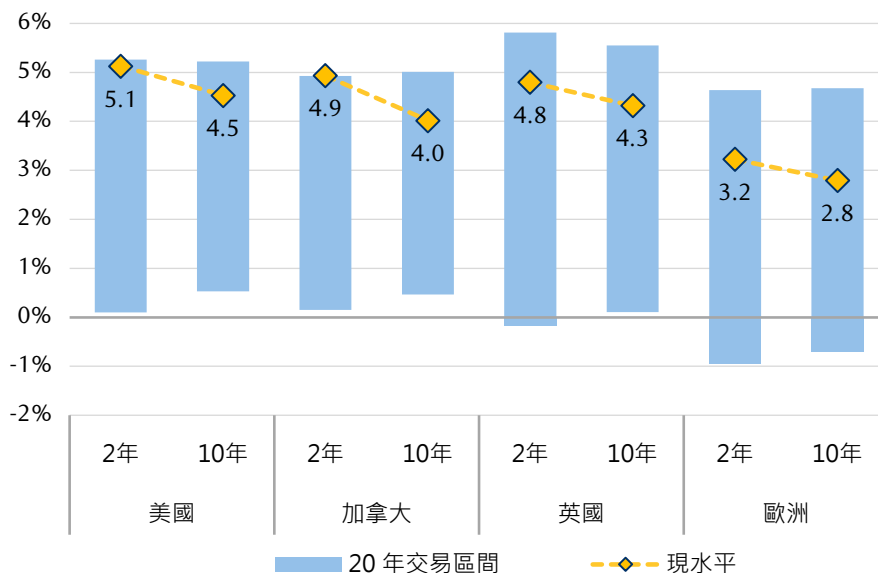
地區	政府債券	公司債券	持有期
全球	+	-	5 年至 7 年
美國	+	-	3 年至 10 年
加拿大	=	+	3 年至 7 年
歐洲	=	-	5 年至 10 年
英國	=	-	5 年至 10 年

+ 偏高比重持有；= 市場比重；- 偏低比重持有
數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理

央行均認為優選策略是長時間維持較高利率，而非一味加息直到出現潛在問題。

孳息率上升導致債券價格下跌，持續拖累債券市場表現。彭博美國綜合債券指數的回報率再次轉為負數，本年迄今下跌 1.0%，彭博全球綜合債券 (不包括美元債券) 指數則下跌 3.0%。

很多地區的主權債券孳息率處於或接近 20 年高位



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社；歐洲以德國主權債券孳息率為代表；
數據截至 2023 年 9 月 25 日

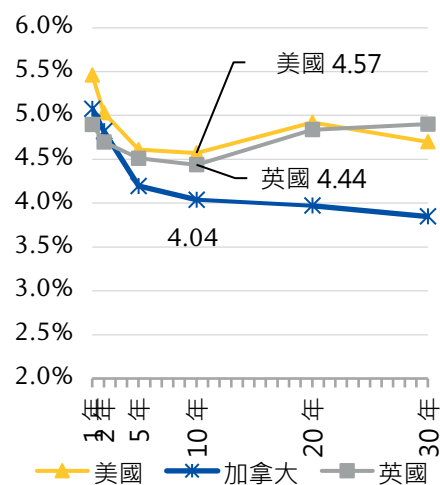
全球固定收益

但有鑑於大多數地區的全球主權債券息率處於歷來的吸引水平且加息即將結束，我們認為固定收益投資者的風險回報比率是罕有的好轉。例如，今年美國國庫券表現欠佳，美國 10 年期國庫券孳息率必須在明年上升至 5.2%，價格下跌才完全抵銷在期間賺取的票息。或者，如果 10 年期

孳息率回落至 4.0% 以下，票息和債券價格同時上升將為美國投資者帶來接近 10% 的回報，全球的情況也可能類似。

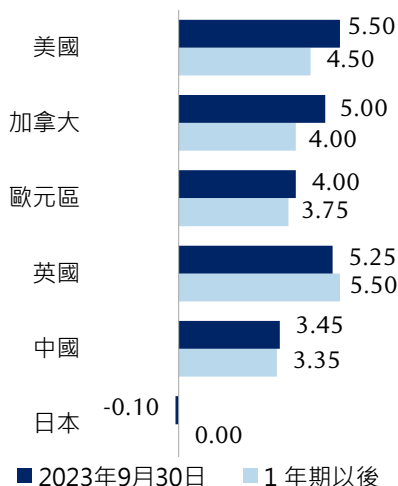
在現階段央行利率已見頂且經濟憂慮可能會在第四季重臨，故較諸公司債券我們現時對主權債券表現更加樂觀。

主權債券孳息曲線



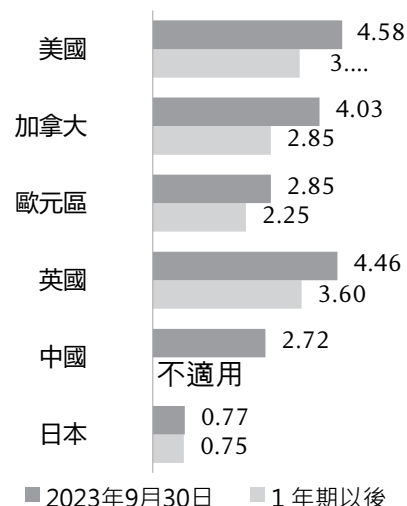
數據來源 - 彭博社；數據截至 2023 年 9 月 30 日

央行利率 (%)



數據來源 - 加拿大皇家銀行投資策略委員會、加拿大皇家銀行資本市場預測、全球投資諮詢委員會、加拿大皇家銀行環球資產管理

10 年利率 (%)



註：歐元區採用德國政府債券。
數據來源 - 加拿大皇家銀行投資策略委員會、全球投資組合顧問委員會、加拿大皇家銀行環球資產管理

區域固定收益

Thomas Garretson · CFA

美國明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com

Luis Castillo

加拿大多倫多

luis.castillo@rbc.com

Rufaro Chiriseri · CFA

英國倫敦

rufaro.chiriseri@rbc.com

Shawn Sim

新加坡

shawn.sim@rbc.com

Kennard Ling

新加坡

kennard.ling@rbc.com

美國

■ 聯儲局的加息週期似乎已經結束，但政策制定者對於年底前是否再次加息一次達到 5.50% 至 5.75% 的目標區間本質上存在分歧。當然，聯儲局的決定會由通脹走勢主導。目前市場預期消費物價指數會在十一月之前下跌至按年 3% 以下，這將是自 2021 年 3 月以來最低。我們認為聯儲局最終會在今年餘下時間維持利率穩定。

■ 基準 10 年期國庫券孳息率在第三季高達 4.51%，是自 2007 年以 5.32% 見頂以來最高。由於聯儲局的目標是到 2024 年將政策利率維持在 5.00% 以上，我們認為 10 年期孳息率也有可能突破該水平，儘管這不是我們的基本看法。隨著國庫券孳息率持續上升，與孳息率走勢相反的債券價格持續下跌。因此，美國國庫券似乎會為投資者帶來另一個下跌年。

■ 隨著美國經濟強韌，衰退風險逐漸消退，信貸市場的違約可能性轉趨溫和。信貸息差（衡量潛在違約風險相對於可比國庫券孳息率的孳息補償）方面，投資級別公

司債券已降至 +1.2%（指數總孳息率為 6.0%）投機等級已降至 +3.8%（指數總孳息率為 8.7%）。按 2024 年經濟衰退可能性仍屬較高來看，這些水平是處於歷史低位。雖然總體孳息率是歷來的吸引，但我們對這兩個板塊仍保持審慎。

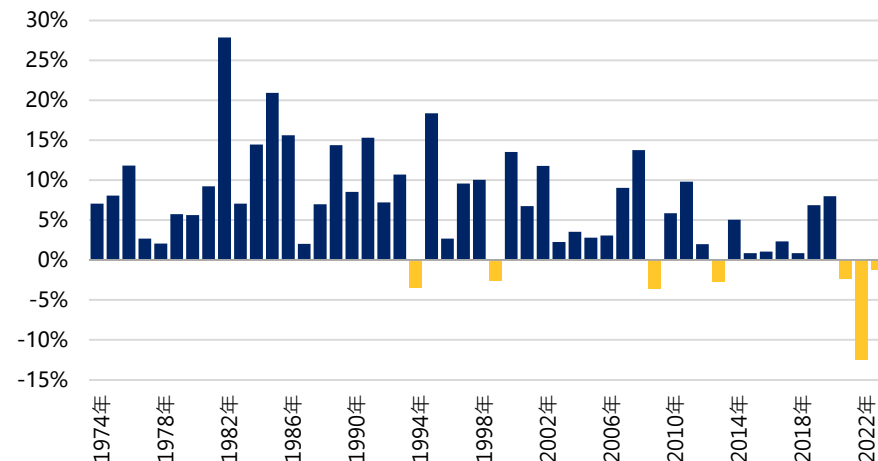
加拿大

■ 加拿大利率在第三季維持上行趨向，不同年期的加拿大政府債券孳息率上升 30 至 60 個基點。儘管加拿大銀行自 1980 年代以來最進取的加息行動可能已經進入最後階段，但我們認為減息仍然遙遠。事實上，加銀表示將繼續致力抗通脹且難以容忍數據出乎意料上行，故此必要時可能會再加息。

■ 加拿大整體通脹繼 2022 年中從高峰大幅減速後在第三季再次加速，由於能源價格大幅上升八月份幅率為按年 4.0%。價格壓力加劇不僅限於能源類別，因為關鍵的核心通脹指標，即不包括向來波動較大的食品 and 能源類別的指標，仍然較疫症之

隨著孳息率上升推低債券價格，美國國庫券可能會史無前例地連續第三年錄得負報酬

彭博美國國庫券總回報指數



數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博美國國庫券指數；截至 2023 年 9 月 29 日的 2023 年初至今回報為 -1.2%

區域固定收益

前差不多高兩倍。同時，工資增長繼續以高於目標通脹的步伐增長。

■ 儘管市場參與者中越來越認同利率會「持續高企」導致企業再融資更加困難，但投資者針對企業債券違約風險所要求的孳息率補償持續縮減。我們確實預期短期內會出現一定程度的回調，因此會繼續在優質類別（即投資等級）中物色公司信貸機會。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。

歐洲

■ 這可能是歐洲中央銀行加息週期的結束。我們預期存款利率將維持在 4%，而市場目前預期今年剩餘時間僅累積加息 5 個基點。

■ 根據歐洲央行九月份內部預測，「預計 2023 年第三季經濟增長將呆滯，且在第四季仍然低迷。」我們認為，歐央行現在認為根據當前利率將可實現通脹目標。歐央行下調了 2025 年的通脹預期，並表示「利率已達到只要維持足夠長的時間便大幅有助及時回復通脹目標的水平。」然而，歐央行有表決權的成員對於這是否標誌著利率「趨平」未置可否。由於通脹出乎意料上行的風險依然存在，我們認為央行維持加息選擇性是務實的。

■ 隨著孳息率接近見頂，我們認為政府債券有吸引機會。目前，市場預期經濟會「軟著陸」，但由於我們預期增長將令人失望，因此傾向於增加主權債券持倉和持有期。

■ 企業債券息差本年至今已經收緊，但由於融資成本上升正在損害企業基本面故我們不願意高追。我們對歐洲信貸債券保持審慎並採取偏低比重方針，較諸高孳息信貸債券，我們更青睞投資級別信貸債券。

英國

■ 我們的基本看法是英倫銀行會將銀行利率維持在 5.25%，這是本次加息週期的終端利率。未來的通脹數據可能會為此觀點帶來風險。根據英倫銀行的最新指引，如果「通脹壓力更加持久」便可能需要進一步加息。加拿大皇家銀行資本市場預測及至年底，通脹會達到 4.9%。若幅率更高可能會促使英倫銀行出手。有鑑於通脹目前仍離 2% 目標甚遠，我們預期明年之前都不會減息。

■ 英倫銀行已加快量化收緊流程的資產負債表縮減步伐，從 800 億英鎊增至 1,000 億英鎊。1,000 億英鎊的總額主要包括更多英國國債到期，其餘是在未來 12 個月出售英國國債。英國長期國債供應量增加已明顯反映，孳息率亦呈上升趨向。鑑於最近反彈，我們對英國國債保持中性立場，並認為八月的峰值水平是增加配置的吸引入市點。

■ 與歐洲類似，企業基本面已因融資條件收緊而轉差。此外，由於英倫銀行沒有在量化寬鬆過程中進一步積極出售公司債券，息差已收窄。雖然孳息率接近五年高位，但當前息差的風險補償處於歷史平均水平。因此，我們會以偏低比重持有信貸債券，因為我們認為英鎊公司債券息差還有進一步拉闊的空間故有可能跑輸大市。

亞太地區

■ 自今年初以來，新興市場一直有資金流出債市。然而，亞洲信貸債券的表現受到多種因素充分支撐，包括亞洲宏觀背景好過已發展市場、新債券供應短缺、美國國庫券孳息率上升導致票息率上升以及投資者需求強勁。

區域固定收益

■ 中國房地產板塊仍面臨壓力，2023 年 8 月中國主要開發商的房產銷售按年減少 40%。雖然喜見中國政策制定者已推出多項措施重振該板塊，包括降低主要利率和放寬某些城市首次購房者的購房要求，但我們認為需要更多資金支持措施以助銀根短缺的開發商，任何銷售反彈才可視為可持續。儘管如此，我們認為拖累其他亞洲債券的風險已減弱，因為中國房地產債券的規模已大幅縮小，且大部分下行風險已被消化。

■ 我們會將核心持倉放在財務狀況良好的優質亞洲投資級別公司債券發行商，以助緩衝市場波動。我們對高孳息公司債券發行商保持審慎，這些公司短期內可能繼續面臨再融資成本上升。

美國經濟衰退 表現圖

一片平靜

由於一些數據尚未公佈，過去一個月的變化不足以需要調整衰退表現圖的七項指標。

根據至今被評為絕對負面的兩項指標從發出負面信號到經濟衰退開始的平均時間差距計算，我們原本認為經濟衰退會在剛過去的夏天到臨。然而，這兩項指標過去曾試過有更長的信號到衰退時間差距。**必須注意的是，任何經濟衰退的正式開始日期可能要在經濟衰退發生後數月或數季才公佈。**

有三項指標處於「具警示性」黃色欄，另外兩個指標仍為綠色，繼續顯示經濟擴張還會持續。

孳息曲線 (10 年期相對 1 年期國庫券)

1 年期國庫券孳息率在 2022 年 7 月大幅升得高過 10 年期孳息率，負差距在過去一年大部分時間進一步擴大並在六月見頂。根據該指標在進入負值區域後的平均歷史經驗，美國經濟本應在今年夏天陷入

衰退。然而，雖然孳息曲線「倒掛」與經濟衰退開始之間的平均時距為 11 個月，但有四次的時距長過平均。

孳息曲線倒掛明確表明信貸狀況正在收緊，聯儲局高級貸款主任調查 (最新一期於 7 月 31 日發表) 連續五個季度貫徹傳達的信息更加強這點。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，包括各種規模企業的商業和工業貸款、信用卡貸款、消費分期付款、抵押貸款和商業房地產貸款。

同一項調查還顯示大多數銀行報告對商業和工業貸款的需求減少，並表明發放此類貸款的意願下降。大多數銀行還要求提高消費者貸款的信用評分和提高汽車貸款的首期付款，並提高風險較高企業的貸款保費。此外，在最近的調查中，絕大多數受訪銀行表示下半年情況將繼續緊張，甚至進一步收緊。

1 年期孳息率與 10 年期孳息率之間的負利差在六月份為 158 個基點，是本週期迄今最闊。其後縮小三分之一以上至僅得 98

美國經濟衰退表現圖

指標	現況一覽		
	擴張	中性	衰退
孳息曲線 (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			✓
非金融企業自由現金流	✓		
ISM 新訂單減去庫存		✓	
聯邦基金利率相對名義國內生產總值增長		✓	

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理

美國經濟衰退表現圖

個基點，強烈顯示「去倒掛」時期可能已經展開。從「倒掛」回歸「正常」的過程通常在經濟衰退開始之時或之前幾個月展開。倒掛總共為時多久與繼後衰退為時多久也存在合理的關聯性。今次的最近期倒掛已為時 14 個月，並且還在繼續。

ISM 新訂單減去庫存

在大多數美國經濟衰退即將開始之前，ISM 採購經理指數的新訂單和庫存分類指數之間的差值已轉為負值。但信號偶爾失準，即是顯示衰退將至但衰退沒有到臨。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，我們將其視為一項佐證指標而不是單獨的決定性指標。

該系列指標最近期在 2022 年 9 月創下低位後穩步上升，2023 年 8 月的數據（我們使用三個月移動平均線）已回到復零以上。因此，我們已將該指標從上月的紅色改回黃色。然而，我們注意到新訂單分類指數本身仍處於收縮區域，並在上個月減弱。如果 ISM 新訂單成分本身在未來幾個月內上升至擴張性讀數，我們會將該指標提昇至擴張（綠色）。也就是說，每當此指標達到最新近的深低點時，經濟衰退最終總是到臨。

美國經濟評議會領先經濟指數

這項指標向來可靠地預早警告衰退將至。當該指數跌破一年前的水平時，經濟衰退總是隨之而來——通常是二至三個季度之後。

該指標在 2022 年第三季度明顯轉為負值，在衰退表現圖轉為以紅色顯示。截至 2023 年 8 月，該指數已連續 17 個月下跌，深陷負值區域。過去的記錄強烈顯示，美

國經濟衰退將在 2023 年下半年的某個時候開始。

失業救濟申領

本週期的按月低位在 2022 年 9 月出現。失業救濟申領人數的週期低位通常出現在下次衰退開始前 12 個月左右。因此，**如果未來數月無錄得更低的讀數，根據過去所見衰退可能會早至今年秋季到臨。**

六月份失業救濟申領人數激增，但九月份回落。臨時就業和職位空缺數量按年下降，增加了失業救濟申領趨勢逆轉的可能性。現時需要等待這種轉變得到確認或觀察申領人數會否再次減少，基於這種不確定性故在四月將該指標的狀況轉為黃色。

失業率

八月份失業率躍升至 3.8%，是自 2022 年 2 月以來的最高。新增職位數目在同月創下週期高位後，每月淨額一直呈穩步下降趨勢。未來幾個月失業率任何超過 4.0% 的走勢都會使該指標的平滑趨勢走高，我們認為這表明經濟衰退即將到臨。一旦發出該信號，平均而言衰退會在最低按月讀數（四月份為 3.4%）發表之後八至九個月到臨，儘管曾有數次是在二至三個月後到臨。

非金融企業自由現金流

這表明企業總體上有能力為他們想要或需要進行的任何資本開支提供內部資金。向來，每當錄得按年負值企業資本開支通常都會隨之下降，這意味著衰退逼近或將至的衰退程度加深。讀數在 2022 年第四季和今年第一季均下降然後在第二季小幅上升，仍遠高於負交叉點。第三季的數據要到十二月才發表，因此距離該數據的報告時間尚遠。

美國經濟衰退表現圖

聯邦基金利率相對名義國內生產總值增長

在過去 70 年來的每次經濟衰退之前或之初，聯邦基金利率都升得高過名義國內生產總值增長的六個月年化率。(名義國內生產總值並未剔除通脹。) 國內生產總值年化率自 2020 年第四季度在疫症期間重新創下 23% 的高位以來一直在下跌，及至去年底已放緩至 7.2% 但仍遠高於當時已升至 4.50% 的聯邦基金利率。現在聯邦基金利率高達 5.50%，第二季度國內生

產總值數據顯示六個月名義國內生產總值增速放緩至僅 5.1%，只是勉強符合經濟衰退的歷史前提。我們預期名義國內生產總值增速在第三季進一步放緩，從而進一步拉闊差距。

展望未來

權衡所有七個指標的當前定位及預測其在未來數季的可能路徑後，我們認為美國在第四季步入衰退的可能性越來越大。

大宗商品

Richard Tan, CFA
加拿大多倫多
richard.tan@rbc.com

大宗商品預測

大宗商品	2023 年 預測	2024 年 預測
原油 (WTI 美元 / 桶)	\$79.25	\$86.50
天然氣 (美元 / 百萬 英熱單位)	\$2.51	\$3.50
黃金 (美元 / 盎司)	\$1,921	\$1,960
銅 (美元 / 磅)	\$3.90	\$4.00
大豆 (美元 / 蒲式耳)	\$13.00	\$12.45
小麥 (美元 / 蒲式耳)	\$6.71	\$6.40

數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場預測 (石油、天然氣、黃金和銅)、彭博一致性預測 (大豆和小麥); 數據截至 2023 年 9 月 20 日

圖表數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社; 數據範圍 2022 年 4 月 8 日至 2023 年 9 月 14 日

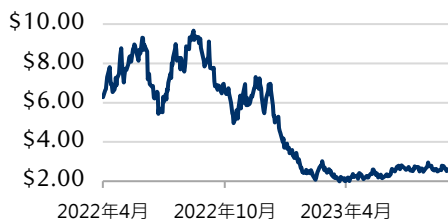
原油：反彈

在精煉產品需求強勁的帶動下，實體庫存在夏季緊絀。這點再加上油組和盟友計劃減產以及中國進口強過預期，全球油價從本年迄今的低點反彈至新的年度新高。展望未來，加拿大皇家銀行資本市場的大宗商品策略師認為直至年底市場都會面臨供應短缺，並預測 2024 年平均價格為每桶 86.50 美元。



天然氣：減弱

由於產量增加、儲存量高於平均以及需求減弱，天然氣價格本年迄今大幅下跌。因此，我們認為庫存可能必須恢復正常價格才會回升。就此而言，美國上半年的出口量創歷史新高，這應有助於平衡。



黃金：盈餘

雖然經濟增長放緩通常被黃金投資者視為有利，但我們認為全球供應增加和需求減弱不容忽視。加拿大皇家銀行資本市場認為主要原因是珠寶需求走弱和央行連年購買。展望 2024 年，推高價格的主要因素可能是貨幣政策較寬鬆。



銅：偏軟

儘管經濟前景放緩，但銅價本年迄今仍相對趨平。然而，加拿大皇家銀行資本市場估計 2024 年會有更多新礦場，令全球供應過剩加劇。總體而言，需求疲軟和供應增加可能會對近期的上行造成壓力。我們認為從長遠來看，銅價可能需要中國經濟重新加速才能上升。



大豆：壓力

美國農業部預計 2023/24 產季全球產量和期末庫存將上升。因此，大豆價格面臨下行壓力。中國也佔全球進口量的約 60%，因此我們認為經濟增長重新加速是推高大豆價格的關鍵因素。



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。展望 2023/24 產季，美國農業部認為全球需求依然強勁但預計供應量將連年減少。因此，預計期末庫存將達到 2015/16 產季以來的最低。



貨幣

Nicolas Wong, CFA

新加坡

nicolas.wong@rbc.com

貨幣預測

貨幣	當前匯率	2024 年 9 月 預測	變化幅度
主要貨幣			
美元指數	104.90	107.41	2%
加元兌美元	0.74	0.74	0%
美元兌加元	1.35	1.35	0%
歐元兌美元	1.06	1.05	-1%
英鎊兌美元	1.22	1.15	-6%
美元兌瑞郎	0.91	0.89	-2%
美元兌日圓	149.00	150.0	1%
澳元兌美元	0.64	0.61	-5%
紐元兌美元	0.60	0.57	-4%
歐元兌日圓	158.00	149.0	-6%
歐元兌英鎊	0.87	0.90	3%
歐元兌瑞士法郎	0.97	0.95	-2%
新興貨幣			
美元兌人民幣	7.31	7.40	1%
美元兌印度盧比	83.20	83.30	0%
美元兌新加坡元	1.37	1.36	-1%

* 變化以貨幣對報價中的第一貨幣的隱含升值或貶值幅度表示。

數據來源 - 加拿大皇家銀行資本市場預測、彭博社

美元：持續走強至 2024 年上半年

美元指數在七月跌破 100 後在九月繼聯儲局鷹派會議之後上升 6%。聯儲局會議加強利率「持續高企」的觀點，2024 年和 2025 年中位利率預測應聲上調。鑑於經濟數據造好以及美國相對於全球其他國家具孳息率優勢，我們預期美元強勢將持續到 2024 年上半年。

歐元：受疲軟經濟數據拖累

儘管歐洲中央銀行決定加息 25 個基點，但九月份會議的言論明顯鴉派，並因應第三季度連串經濟數據疲軟而下調增長預測。歐元兌美元在七月觸及 1.1275 附近的高位後，目前接近 1.05。我們預計這對貨幣將繼續下跌，加拿大皇家銀行資本市場認為 2024 年第二季會達到 1.02。

加元：受油價飆升支撐

受原油價格飆升帶動，加元在第三季是表現最好的十國集團貨幣之一，美元兌加元在七月觸及近 1.37，現已重回 1.35 附

近。加拿大銀行在九月將利率維持在 5% 不變，加拿大皇家銀行資本市場預計加銀將在 2023 年餘下時間維持利率不變，並預測 2024 年上半年美元兌加元匯率為 1.39，並傾向認為美元整體走強。

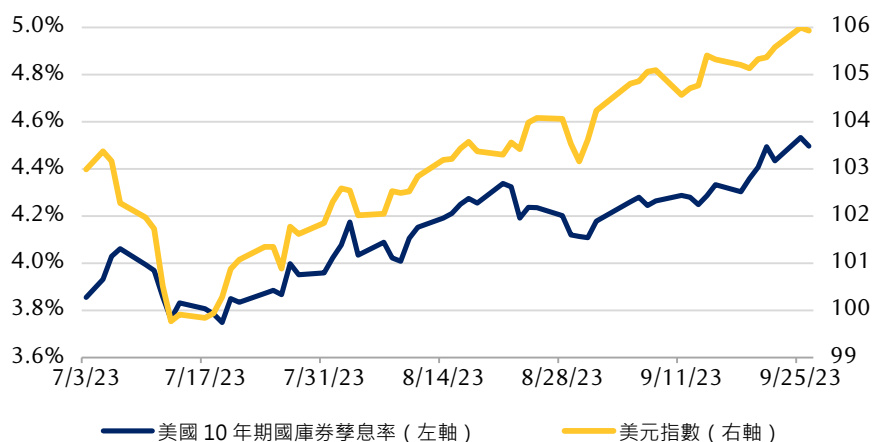
英鎊：英倫銀行九月維持利率不變

英鎊兌美元自七月以來已下跌超過 7%，採購經理指數調查迅速轉差是英倫銀行在九月份會議出乎市場預期維持利率不變的關鍵因素。我們預期英鎊兌美元的下一個支撐位為 1.20，並認這對貨幣會因為英國經濟基本面疲軟而繼續承受壓力。

日圓：美元兌日圓以 154 見頂

儘管日本銀行官員藉口頭干預支撐日圓，美元兌日圓在美國和日本利差的帶動下繼續上升。由於該對貨幣目前略低於 150，加拿大皇家銀行資本市場將其最高預測從 2023 年第四季的 150 上調至 2024 年上半年的 154。

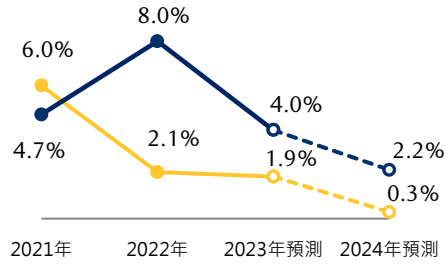
受 10 年期國庫券孳息率升至 2007 年的水平推動，美元指數繼七月大幅下跌後已反彈逾 6%



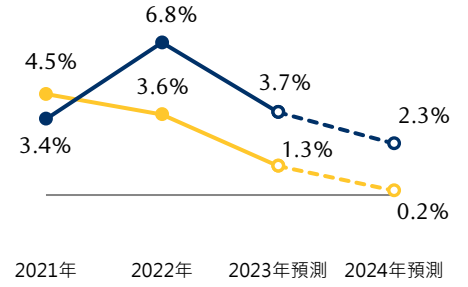
數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博社；數據截至 2023 年 9 月 26 日

主要 預測

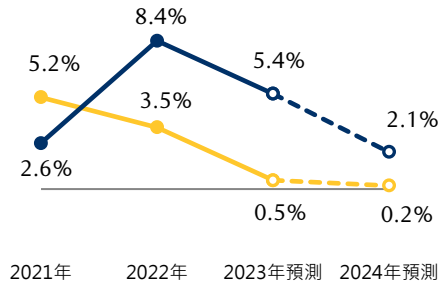
美國



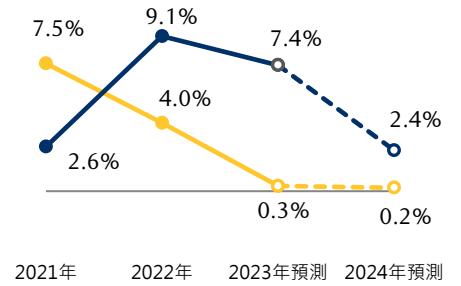
加拿大



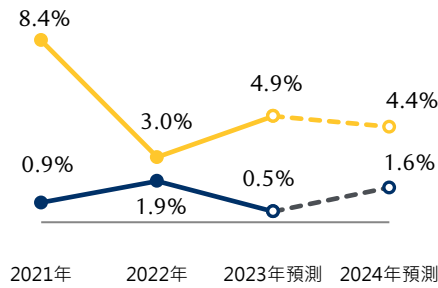
歐元區



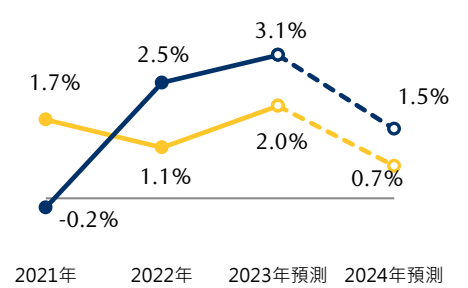
英國



中國



日本



● 實質國內生產總值增長

● 通脹率

數據來源 - 加拿大皇家銀行投資策略委員會、加拿大皇家銀行資本市場、全球投資諮詢委員會、加拿大皇家銀行環球資產管理、彭博社一致性預測

市場行情

數據截至 2023 年 9 月 30 日

股票

九月全球大部分股市下跌，其中納斯達克指數和羅素 2000 指數的成份股承受了大部分下跌壓力。

債券孳息率

主權債券孳息率在九月上升，但英國 2 年期孳息率除外，反而在月底下跌約 25 個基點。

大宗商品

全球大宗商品價格在九月升跌參半。黃金和白銀大幅下跌，在月底分別下跌 4.7% 和 9.3%。

貨幣

美元兌大多數主要貨幣上升，截至九月底上升 2.5%。

除巴西 Ibovespa 外，股票回報不包括股息。以當地貨幣計價的股票表現及債券孳息率。美元指數衡量美元與六個主要貨幣的匯價。貨幣匯率反映市場慣例(加元兌美元除外)。貨幣回報以每對的首個貨幣計算。

如何註釋貨幣數據：加元兌美元 0.73 表示 1 加元可買入 0.73 美元。加元兌美元的回報 1.9%，表示加元兌美元在過去 12 個月中上升 1.9%。美元兌日圓為 149.37，表示 1 美元可購買 149.37 日圓。美元兌日圓的回報 3.2%，表示美元兌日圓在過去 12 個月中上揚 3.2%。

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、加拿大皇家銀行資本市場、彭博社；數據截至 2023 年 9 月 30 日

指數 (當地貨幣)	水平	1 個月	年初至今	12 個月
標普 500 指數	4,288.05	-4.9%	11.7%	19.6%
道瓊斯工業平均指數 (DJIA)	33,507.50	-3.5%	1.1%	16.6%
納斯達克指數	13,219.32	-5.8%	26.3%	25.0%
羅素 2000 指數	1,785.10	-6.0%	1.4%	7.2%
標普 / 多倫多綜合指數	19,541.27	-3.7%	0.8%	5.9%
富時全股指數	4,127.24	1.7%	1.3%	9.7%
STOXX 歐洲 600 指數	450.22	-1.7%	6.0%	16.1%
歐洲 STOXX 50 指數	4,174.66	-2.8%	10.0%	25.8%
恒生指數	17,809.66	-3.1%	-10.0%	3.4%
上證綜合指數	3,110.48	-0.3%	0.7%	2.8%
日經 225 指數	31,857.62	-2.3%	22.1%	22.8%
印度 Sensex 指數	65,828.41	1.5%	8.2%	14.6%
新加坡海峽時報指數	3,217.41	-0.5%	-1.0%	2.8%
巴西 Ibovespa 指數	116,565.17	0.7%	6.2%	5.9%
墨西哥 Bolsa IPC 指數	50,874.98	-4.0%	5.0%	14.0%

債券孳息率	9/29/23	8/31/23	9/30/22	12 個月變化率
美國 2 年期國庫券	5.044%	4.863%	4.279%	0.76%
美國 10 年期國庫券	4.571%	4.108%	3.829%	0.74%
加拿大 2 年期	4.873%	4.645%	3.791%	1.08%
加拿大 10 年期	4.026%	3.564%	3.173%	0.85%
英國 2 年期	4.904%	5.149%	4.232%	0.67%
英國 10 年期	4.437%	4.360%	4.093%	0.34%
德國 2 年期	3.203%	2.978%	1.759%	1.44%
德國 10 年期	2.839%	2.466%	2.108%	0.73%

大宗商品 (美元)	價格	1 個月	年初至今	12 個月
黃金 (現貨美元 / 安士)	1,848.63	-4.7%	1.3%	11.3%
銀 (現貨美元 / 安士)	22.18	-9.3%	-7.4%	16.6%
銅 (美元 / 公噸)	8,212.50	-2.3%	-1.8%	6.9%
原油 (WTI 現貨 / 桶)	90.79	8.6%	13.1%	14.2%
原油 (布倫特現貨 / 桶)	95.31	9.7%	10.9%	8.4%
天然氣 (美元 / 百萬英熱單位)	2.93	5.8%	-34.5%	-56.7%
農業指數	385.87	-3.6%	-18.0%	-19.4%

貨幣	匯率	1 個月	年初至今	12 個月
美元指數	106.1740	2.5%	2.6%	-5.3%
加元兌美元	0.7365	-0.5%	-0.2%	1.9%
美元兌加元	1.3577	0.5%	0.2%	-1.8%
歐元兌美元	1.0573	-2.5%	-1.2%	7.9%
英鎊兌美元	1.2199	-3.7%	1.0%	9.2%
澳元兌美元	0.6435	-0.8%	-5.5%	0.5%
美元兌日圓	149.3700	2.6%	13.9%	3.2%
歐元兌日圓	157.9500	0.1%	12.5%	11.3%
歐元兌英鎊	0.8666	1.3%	-2.1%	-1.2%
歐元兌瑞士法郎	0.9676	1.0%	-2.2%	0.0%
美元兌新加坡元	1.3662	1.1%	2.0%	-4.8%
美元兌人民幣	7.2980	0.5%	5.8%	2.6%
美元兌墨西哥披索	17.4227	2.3%	-10.7%	-13.5%
美元兌巴西雷亞爾	5.0341	1.6%	-4.7%	-7.0%

研究資源

這份文件是由加皇財富管理旗下的投資組合顧問團隊中的環球投資組合顧問委員會編寫。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 – 加拿大皇家銀行香港分行投資策略師

Nicholas Gwee, CFA – 加拿大皇家銀行新加坡分行投資組合策略師

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外匯主管 (亞洲)

要求披露

分析員認證

本報告中表達的所有觀點準確地反映相關分析師對任何和所有標的證券或證券發行者的個人觀點。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。

重要披露

在美國，加拿大皇家銀行財富管理以加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的一個分支機構營運。在加拿大，加拿大皇家銀行財富管理包括但不限於加拿大皇家銀行多美年證券有限公司、此為加拿大皇家銀行資本市場的外國聯屬公司。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

其中一位或多位編纂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。如需瞭解當前資訊披露，客戶應當參考網站

<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/>

[DisclosureLookup.aspx?EntityID=2](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2)，查閱有關加拿大皇家銀行財富管理公司及其附屬公司的資訊披露。此類資訊也可根據要求向 RBC Wealth Management Publishing 索取，地址是 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 個月內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股票評級系統說明

分析員所謂的「板塊」指分析員提供研究覆蓋範圍的公司。因此，為特定股票所定的評級僅代表分析員對於該股票未來 12 個月相對於板塊平均表現的看法。

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在涉及該公司的情況中擔任顧問。

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指定價值時，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」) 要求對估值基礎和獲得估值障礙作出描述。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及其附屬公司的成員公司的投資理財活動。

其他披露

本報告在我們的全國研究資料提供者的協助下編寫。加皇財富管理負責編寫本報告，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協力廠商通訊記者研究服務提供的資料。我們的協力廠商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。我們的協力廠商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。我們的協力廠商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。

加拿大皇家銀行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。此類交易可能在您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的研究載於我們的專屬網站上，以確保合資格客戶能夠及時收取初始評估報告以及評級、目標及意見的更改。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。客戶亦可能通過協力廠商供應商收到我們的研究報告。有關加拿大皇家銀行財富管理研究的詳情，請聯絡閣下的加拿大皇家銀行財富管理財務顧問。

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的管理與投資研究相關的利益衝突的政策刊載在我們的網站 <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 表附件一第 2A 部分」或「加皇諮詢計劃披露檔文件」。閣下可要求閣下的財務顧問提供任何此等文件的副本。我們保留隨時修改或增補此項政策、「ADV 表附件一第 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、標普或參與設定或編製 GICS 或任何 GICS 分類的任何其他人士概不就有關標準或分類（或使用標準或分類所取得的結果）發表任何明示或暗示的擔保或聲明，而所有上述人士謹此明確拒絕承擔任何有關標準或分類的一切原創性、準確性、完整性、可銷售性及對某特定用途的適用性的保證。在不限制上述任何條款下，MSCI、標普、其任何聯屬公司或參與設定或編製 GICS 或任何 GICS 分類的任何第三方在任何情況下概不就任何直接、間接、特別、懲罰性、相應而生的或任何其他損害賠償（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已獲通知可能出現該等損害賠償亦不例外。

免責聲明

本報告所載的資料由加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的一個部門加拿大皇家銀行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、加拿大皇家銀行財富管理、其聯屬公司或任何其他人士對其準確性、完整性或正確性概不作出任何明示或暗示的聲明或保證。報告所載的所有意見及推測為加拿大皇家銀行財富管理於本報告當日的判斷，乃本著真誠提供，但概不負上法律責任，如有更改，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、美國各州及全球大部分國家均制定了法例，監管可向其居民提供銷售的證券及其他投資產品種類以及有關銷售程序。因此，本報告所討論的證券可能不符合資格在某些司法管轄區銷售。在任何情況下，本報告都不能亦不應被詮釋為任何不具備法律資格進行證券經紀或交易商業務的人士或公司於任何司法管轄區中作為證券經紀或交易商進行的招攬。本報告的任何內容概不構成法律、會計或稅務建議或者個人度身訂做的投資建議。此等材料乃供客戶一般閱讀而編寫（包括加拿大皇家銀行的聯屬公司的客戶），並無考慮任何個別人士的特殊情況或需要。本報告所載的投資或服務未必適合閣下，如閣下對該等投資或服務的適合性有疑問，建議閣下諮詢獨立投資顧問。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，加拿大皇家銀行財富管理以加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的一個分支機構營運。在加拿大，加拿大皇家銀行財富管理包括但不限於加拿大皇家銀行多美年證券有限公司、此為加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司的外國聯屬公司。此報告由加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司編製。閣下可要求索取額外資料。

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」是「加拿大皇家銀行」間接管理的全資子公司，也是加拿大皇家銀行的相關發行人。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／經銷人或以前經紀人或經銷人身分經營的銀行，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，應與加拿大皇家銀行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。® 加拿大皇家銀行的註冊商標。經許可使用。加拿大皇家銀行財富管理為加拿大皇家銀行的註冊商標。經許可使用。

加拿大皇家銀行財富管理（不列顛群島）：本出版物由 RBC Europe Limited 和加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司發行。加皇歐洲有限公司獲英國審慎監管局授權，並受金融行為監理總署和英國審慎監管局監管（金融行為監理總署註冊編號：124543）。註冊辦事處：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司受澤西島金融服務委員會管理，在澤西島進行投資業務。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。本文件不得在香港向非《證券及期貨條例》（第 571 章）及根據條例制定的任

何規則定義的「專業投資者」的投資者分發。此資料乃供一般閱讀而編寫，並無考慮任何收件人的目標、財政狀況或需要。過往表現並非未來表現的指標。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。本刊物不得在新加坡向非「合格投資者」及「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。本刊物乃供一般閱讀而編寫，並無考慮任何收件人的目標、財政狀況或需要。建議閣下在購買任何產品之前，先向財務顧問尋求獨立意見。如閣下並無取得獨立意見，閣下應該考慮產品是否適合閣下。過往表現並非未來表現的指標。如果閣下對本文有任何疑問，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 / 美國金融業監管局（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