特別報告

加拿大皇家銀行財富管理

全球透視

2020年展望

我們向來認為「只要美國經濟衰退不在望，便可放心投資於股市」。在過去十年，此方針行之有效。我們認為經濟擴張和股市牛市還會繼續，但在樂觀之中宜抱持審慎。

我們傾向看漲，認為股市在來年會創新高並且回報不俗，但由於週期後段為經濟和股市帶來某些挑戰，我們認為仍須提高警覺。

看漲的理由

下次衰退尚遠

貨幣條件極度寬鬆。自 1930 年代起除了一次之外，美國每次衰退之前都出現「銀根抽緊」，即利率高得驚人且銀行的貸款意欲大降。

現時銀根並無抽緊，借貸利率非常低而且可能會再低。

不單止政策「非常寬鬆」，而且貸方和借方的信貸均充裕，借貸亦不困難。現時銀根並不「抽緊」且各央行亦無意抽緊銀根。如果聯儲局改變做法，我們認為加息至相當程度經濟才會轉差。自聯邦基金利率於 1950 年代初推出以來，從未試過在聯邦基金利率高過經濟「名義」增長率（即未按通脹調整的增長率）之前發生衰退，現時的「名義」增長率為按年 3.75%，即相當於對現行聯邦基金利率（1.75%）加息八個 0.25 厘。

支持美國經濟的消費者會繼續消費

美國和全球經濟的另一項利好因素是美國消費者強勁，而且無減弱跡象。失業率仍是五十年來最低。儲蓄率高、房價回落至接近金融危機之前的最高水平、就業率高亦加強信心，故消費者的消費率繼續足以抵銷其他板塊的疲弱。

股市的「內部情況」似乎依然良好，市場對盈利的普遍預測較為合理且可能快將回穩。

更重要的是市寬讀數可以確定各項指數的狀況。換言之，只要整體平均創新高，大部分股票亦然。這種關係會在大部分牛市見頂之前數月消失：指數由愈來愈少造好的大型股拉高，而愈來愈多股票徘徊不前或一味下跌。現時這種關係依然持續，故我們有信心升市會持續。

審慎的理由

去年夏天，短期利率一反常態高過長期利率。上次出現這種「倒掛」是2006年1月，即2007年12月踏入衰退之前23個月。自二戰以來，不計算最近的倒掛在內孳息曲線倒掛過10次，衰退在其中九次倒掛之後平均14個月到臨。

加拿大皇家銀行資本市場有限公司的首席美國經濟師 Tom Porcelli 表示，孳息曲線倒掛通常是因為聯儲局快速上調短期利率，以期令會引發通脹的過熱經濟降溫。

不過，今次倒掛的原因是長期孳息率下跌。美國10年期國庫券孳息率在短短四個半月內從2.60% 下跌至1.45%，期間一度低過聯邦基金利率。

長期孳息率下跌是因為日本和歐洲投資者失意於本國的負孳息率而追捧美國國庫券，因此今次的倒掛並非一如以往顯示美國的信貸狀況收緊。誠如上文所述，信貸依然充裕且便宜。

這點難以否定，但須知道過往當出現倒掛時，聯儲局總會權威地說：「今次有所不同」，可是衰退往往隨之到臨。孳息曲線在 10 月無再倒掛，令一些經濟觀察家感到安心，但我們認為這並不表示「解除警報」，因為幾乎每次衰退展開之前孳息曲線都會倒掛。

十年來首次出現裂痕

加拿大皇家銀行財富管理美國經濟衰退指標表現圖

指標	狀況		
孳息率曲線（10年期相對1年期美國國庫券）	–	–	✓
失業救濟申領	✓	–	–
失業率	✓	–	–
美國經濟評議會領先經濟指數	✓	–	–
ISM新訂單減去庫存	–	✓	–
聯邦基金相對名義國內生產總值增長	✓	–	–
擴張	中性		衰退

數據來源 - 加拿大皇家銀行財富管理、彭博、聖路易聯邦儲備銀行的聯儲局經濟數據

我們認為這是對股票投資者發出的「警告」，故應加倍小心。

我們預測美國明年的國內生產總值增長為 1.75%，遠較先前週期的 2.5% 至 3.5% 更接近零，不能排除當出現負增長時會引發市場更頻密波動。

要警醒

我們建議在投資組合以預定的長遠目標比重持有股票。不過，除非經濟和盈利增長再趨強勁，否則不管是刻意或因應市場強勢亦不宜在投資組合以偏高比重或高於目標持有股票。

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或財務顧問，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、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。

全球投資諮詢委員會成員：

Jim Allworth－聯席主席；投資策略師，加皇多美年證券公司
Kelly Bogdanova－聯席主席；投資組合分析員，加皇財富管理投資組合諮詢集團 – 股票，加皇資本市場有限公司
Frédérique Carrier－聯席主席；董事總經理，投資策略主管，加拿大皇家銀行財富管理，加皇歐洲有限公司
Mark Bayko, CFA－投資組合管理主管，加皇多美年證券有限公司
Craig Bishop－美國固定收益集團首席策略師，加皇財富管理投資組合諮詢集團，加皇資本市場有限公司
Janet Engels－美國投資組合諮詢集團主管，加拿大皇家銀行財富管理，加拿大皇家銀行資本市場有限公司
Tom Garretson, CFA－固定收益投資組合策略師，加皇財富管理投資組合諮詢集團 ，加拿大皇家銀行資本市場有限公司
Christopher Girdler, CFA－固定收益投資組合顧問，加皇財富管理投資組合諮詢集團，加皇多美年證券有限公司
Patrick McAllister, CFA－加拿大股票投資組合顧問，加皇財富管理投資組合諮詢集團，加皇多美年證券有限公司
Alan Robinson－投資組合分析師，加皇財富管理投資組合諮詢集團 – 美國股票，加拿大皇家銀行資本市場有限公司
Michael Schuette, CFA－多元資產投資組合策略師，加皇財富管理投資組合諮詢集團 – 美國，加拿大皇家銀行資本市場有限公司
Alastair Whitfield－固定收益主管 – 不列顛群島，加拿大皇家銀行財富管理，加皇歐洲有限公司

加拿大皇家銀行投資策略委員會，由來自個人，客戶為中心的加拿大皇家銀行包括投資諮詢集團經營單位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總監 Daniel Chornous 擔任。

全球透視的其他作者：

Blaine Karbonik, CFA – 總監、外滙及結構性產品專家，加拿大皇家銀行財富管理，加皇歐洲有限公司
Eric Lascelles – 加拿大皇家銀行環球資產管理的首席經濟師
Mikhial Pasic, CFA – 加皇多美年證券公司加拿大皇家銀行財富管理投資組合諮詢組固定收益投資組合顧問
William Pau – 美股分析師，加皇財富管理 (香港)，加拿大皇家銀行投資服務 (亞洲) 有限公司
Richard Tan, CFA – 加拿大股票副投資組合顧問，加皇財富管理投資組合諮詢集團 — 股票，加皇多美年證券公司
Chun-Him Tam – 加拿大皇家銀行新加坡分行超高淨值資產人士解決方案主管及亞洲固定收益主管

重要披露

分析師認證

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。此處所列相關分析師的任何補償均不會直接或間接地與該相關分析師在本報告中提出的具體建議或觀點相關。

重要資訊披露

在美國，加皇財富管理以加拿大皇家銀行資本市場有限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有限公司的海外聯屬公司。本報告由加拿大皇家銀行資本市場編製，其為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。

非美國分析員披露：加皇財富管理美國的海外聯屬公司加皇多美年證券公司的僱員Jim Allworth、Mark Bayko、Christopher Girdler、Patrick McAllister和Richard Tan；加皇財富管理美國的海外聯屬公司加皇歐洲有限公司的僱員Frédérique Carrier、Blaine Karbonik和Alastair Whitfield；加皇投資服務 (亞洲)有限公司的僱員William Pau；加拿大皇家銀行新加坡分行的僱員Chun-Him Tam；加皇財富管理美國的海外聯屬公司加皇環球資產管理公司的僱員Eric Lascelles均曾參與編寫本文件。上述人士並非在美國金融業監管局(「FINRA」) 註冊或符合資格的研究分析員，由於他們並非加皇財富管理的關聯人士，因此他們未必受與目標公司通訊，公開露面及研究分析員所持帳戶的證券買賣有關的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/Disclosure Lookup.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：RBC Wealth Management Publishing, 60 South Sixth St, Minneapolis, MN 55402。

建議歷史圖表中的建議名單推薦可能包括一份或多份建議名單或加拿大皇家銀行財富管理公司或一家附屬公司的模型資產組合。加皇財富管理的推薦名單包括指導性投資組合：優質收入(RL 6)、指導性投資組合：股息增長(RL 8)、指導性投資組合：美國預託證券(RL 10)，及指導性投資組合： 所有市值增長(RL12)。加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司建議名單包括「策略重點名單」和「基本股票加權」(FEW) 資產組合。縮寫「RL On」表示證券被列入建議名單的日期。縮寫「RL Off」表示證券從建議名單中刪除的日期。

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，而自行將評級確定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有限公司的「優選 / 跑贏」、「與產業持平」及「跑輸」評級大致上與「買入」、「持有 / 中立」及「出售」相符，但意義並不相同，此乃由於我們的評級乃按相對基準釐定(見下文)。

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十二個月內相對於分析師的板塊平均值表現的個人看法。儘管加拿大皇家銀行財富管理公司的「優選/優於大盤」、「與板塊持平」和「落後大盤」與「購買」、「持有/中立」和「出售」分別極為近似，但含義卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定(見下文)。

評級分佈－加皇資本市場有限公司股票研究
截至2019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［首選及跑贏板塊］	748	51.73	208	27.81
持有［與板塊持平］	618	42.74	126	20.39
出售［跑輸板塊］	80	5.53	3	3.75

評級：「優選」：代表分析師對該板塊的最佳看法；預期在今後十二個月提供顯著絕對回報，具有最有利的風險回報率。**「優於大盤」：**預期在今後十二個月會大幅超過板塊平均值。**「與板塊持平」：**預期在今後十二個月會與板塊平均值持平。**「落後大盤」：**預期在今後十二個月會大幅低於板塊平均值。

風險評級：加拿大皇家銀行資本市場於2013年3月31日取消平均風險與高於平均風險評級。投機性風險評級反映證券的財務或營運可預測度較低、股份交易量流動性低、資產負債表杠杆程度高或營運歷史有限，致使財務及/獲股價波動性預期較高。

估值和價格目標障礙

當加拿大皇家銀行財富管理公司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「價格目標障礙」章節我們的研究說明中。

負責編寫該研究報告的分析師根據各種不同的因素已接受(或會接受)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公司努力作出所有合理的努力在海外法律管轄區當地時區同時向所有合格的客戶提供研究。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。客戶亦可能通過協力廠商供應商收到我們的研究報告。請與我們的加拿大皇家銀行財富管理公司財務顧問聯繫，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上http:// www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLook-up.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」或「投資顧問集團資訊披露文件」。可應請求通過您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表第II部分或資訊披露檔的權利。

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；加拿大皇家銀行投資服務(亞洲)有限公司 — 加拿大皇家銀行多美年證券公司的附屬公司，後者是證券經紀人/經銷人，其主要辦事處位於中國香港；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；加皇歐洲有限公司 — 一家主要辦事處位於英國倫敦的持牌銀行。

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公司(「MSCI」)及標準普爾金融服務有限公司(「S&P」)開發並獨家擁有的，加拿大皇家銀行已獲得發牌使用上述分類標準。MSCI、S&P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准或分類(或使用相關標准或分類獲得之結果)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准或分類的獨創性、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、S&P及它們的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據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，對於本報告所提供的資訊所導致的任何直接或者間接的投資盈虧後果不承擔任何責任。未經書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製和發佈。在美國，加皇財富管理以加拿大皇家銀行資本市場有限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有限公司的海外聯屬公司。本報告由加拿大皇家銀行資本市場有限公司編製。可應請求向我們索取其他資訊。

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」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，應與加拿大皇家銀行資本市場有限公司聯繫並訂閱。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。

加拿大皇家银行财富管理公司(不列顛群島)：本出版物 由加皇歐洲有限公司和RBC Investment Solutions (CI) Limited發佈。加皇歐洲有限公司已獲得英國金融市場行為監管局授權，並且受其規管(參考編號：124543)。註冊辦事處：Riverbank House, 2 Swan Lane , London, EC4R 3BF, UK。RBC Investment Solutions (CI) Limited由澤西島金融監督服務監察委員會規管其在澤西島的投資業務。註冊辦事處：Le Gallais Chambers, 54 Bath Street, St Helier, Jersey JE4 8YD；註冊公司編號：119162。

香港居民：本出版物由加拿大皇家銀行香港分行(由香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會規管)聯同加拿大皇家銀行投資服務(亞洲)有限公司，受到證券及期貨事務監察委員會規管。為澳洲提供的金融服務是遵守適用法例提供。加拿大皇家銀行香港分行所提供的金融服務是根據加拿大皇家銀行的澳洲金融服務執照(編號：246521)提供。

新加坡居民：本出版物由加拿大皇家銀行新加坡分行發佈。加拿大皇家銀行新加坡分行是新加坡貨幣管理局註冊的境外銀行實體。本出版物作一般發行之用，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，向財務顧問尋求獨立的意見。如果您沒有獲得獨立意見，您應該考慮產品是否適合您。過去績效不代表未來表現。若您對本出版物有任何問題，請聯絡加拿大皇家銀行新加坡分行。加拿大皇家銀行新加坡分行會就本報告和其在新加坡的發佈承擔責任。

©加拿大皇家銀行資本市場有限責任公司2019 — 紐約證券交所(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2019 — 加拿大投資者保護基金組織(CIPF)成員

©加拿大皇家銀行歐洲限公司2019

©加拿大皇家銀行2019

版權所有

此中文披露事項及免責聲明為英文版本譯本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，應以英文版本為準。