

特别报告



Wealth  
Management  
财富管理

全球

透视

2024 年展望

债券回归。



制作时间：美国东部时间 2023 年 11 月 28 日下午 1:17；发布时间：美国东部时间 2023 年 12 月 4 日下午 3:00

有关重要且必需的非美国分析师披露信息，请参阅[第 36 页](#)。

通过加拿大皇家银行财富管理提供的投资和保险产品未经联邦存款保险公司 (FDIC) 或其它任何联邦政府机构保险、并非银行存款或其它债务或由银行或任何银行附属机构担保，可能存在投资风险，包括可能损失投入的本金。

全球透视 2024 年展望

# 目录

## 3 市场概况：新现实

由于股票投资者面临持续的挑战，债券收益率高企的环境也改变了平衡。

## 8 美国

股市面临比往常更多的相反趋势，而债券市场可能带来丰厚的回报。

## 13 加拿大

虽然加拿大股票市场存在一些机会，但债券市场看起来是多年来最具吸引力的。

## 17 英国

滞胀风险和可能举行的大选表明，2024 年的环境将动荡不安。

## 22 欧洲

2024 年可能是财政和结构性改革力度最大的一年。

## 27 亚太地区

日本依然是具吸引力的股票市场，而在固定收益方面，我们青睐投资级企业债券。

## 31 大宗商品

## 33 货币

## 35 研究来源

## 36 必要信息披露

除非另行注明，所有估值以美元计价，以 2023 年 11 月 20 日市场收盘价为准。

全球透视 2024 年展望

# 市场概况

## 新现实

Jim Allworth

加拿大温哥华

在可能出现经济衰退的背景下，股市横盘，债券收益率飙升，让投资者在进入 2024 年时面临着一系列持续的挑战，但他们又重新获得了一种传统、可靠的工具来提高回报和管理风险。我们将探讨债券重新成为均衡投资组合中股票的重要补充如何改变了平衡，以及投资者如何调整。虽然如今的金融状况似乎是衰退的诱因，但我们仍对股票保持足够的信心，以利用大盘股指数在未来几个月可能创新高的现实可能性。

### 重点

- 在各国央行结束债券购买计划（量化宽松政策）之后，债券收益率十多年来首次回升到完全可以将固定收益用作均衡投资组合中股票理想补充工具的水平。
- 但是，债券收益率大幅走高也增加了企业的成本，对利润率造成压力，同时减少了消费者的可支配收入。我们认为，再加上已经十分严格的信贷条件，这些都增加了明年出现经济衰退的可能性。但“硬着陆”和“软着陆”的争论一时半会儿还不会结束，我们认为这两种结果都有可能发生。
- 美联储和其他央行已经结束加息的前景提升了投资者对降息可能比预期更早提上日程的希望。这推动股市反弹，在这波反弹行情结束前，一些大盘股指数可能会创新高。

## 起起伏伏...

.....几乎就是过去两年全球主要股票市场的写照。大多数指数从 2020 年春季新冠疫情大流行时的低点急速上涨（参见表格），约 21 个月后达到顶峰，此后一直在消化这样巨大的涨幅。

## 股市大幅走高.....，随后休整

以本币计价的指数表现

指数	2020 年 3 月至 2021 年 12 月	2021 年 12 月至 2023 年 11 月
标普 500 指数 (美国)	120%	-6%
标普/多伦多证交所综合指数 (加拿大)	99%	-9%
MSCI 欧洲指数	82%	-9%
富时全股指数 (英国)	49%	2%

资料来源 - FactSet; 数据截至 2023 年 11 月 20 日

2023 年股指的绝大部分涨幅都来自于标普 500 指数中所谓的 "七巨头"科技股和科技相关股票 (Alphabet、亚马逊、苹果、Meta、微软、英伟达和特斯拉)。不包含这些股票的指数 (加拿大多伦多证交所指数、MSCI 欧洲指数和英国富时全股票指数) 估值低得多，表现也不如标普 500 指数。

## 繁华之地

股票指数在过去几年里停滞不前，也毫无起色，而债券收益率却一路飙升到全球金融危机之前从未见过的水平。逾 15 年来，面对投资组合中即将到期的债券，投资者第一次不必再忍气吞声，以低得多且不具吸引力的利率将债券所得进行再投资或者紧抓不放，可能转而投资高风险债券或高收益股票，以填补当前收益的缺口。

如今，政府债券和投资级企业债券的组合已实现 5% 的收益。我们认为，这将使债券再次成为均衡投资组合中股票的重要补充，一如既往地提供降低波动性、增强回报的可预测性以及到期价值的舒适感。

固定收益的收益率达到这一新高度的原因是，以美联储为首的各国央行放弃了在过去 15 年的大部分时间里实施的大规模债券购买计划（又称“量化宽松政策”）。在全球金融危机、欧洲主权债务危机和疫情之后，这些措施旨在将债券收益率压低至远低于市场力量所能承受的水平，以支持发达经济体。

## 美国国债和投资级企业债券各占一半的债券投资组合的预期回报率



资料来源 - 彭博社、加州公共雇员退休系统 (CalPERS)；数据截至 2023 年 11 月 17 日

## 债券收益率上升到新高度的环境对股票意味着什么？

首先，它减少了购买股票获取收益的需求，以便长期财务规划发挥作用。

在疫后时期的某个时刻，标普 500 指数中一度有 60% 以上的股票股息率超过 10 年期美国国债收益率。投资者可以购买成熟、可能是知名公司的股票，这些公司的股息收益率较高，并且有可能会定期提高股息，而不是对一种人为压低利率的债券作出多年承诺。

因此，由于需要提高投资组合收益，在央行极端政策严重抑制债券收益率的那段时期，个人投资者投资组合中的股票敞口攀升。在一些均衡基金和养老金基金中，同样也可以看到股票敞口增加的趋势。

在我们看来，眼下这种明显的收益提升优势并未普遍存在。股息收益率可与债券收益率媲美或优于债券收益率的企业通常还会遇到其他问题。

如果个人投资者和养老金基金发现自身能够实现长期目标回报，并且在这个过程中承受的风险更低，很多人可能会选择这样做。将股票敞口降低几个百分点，并将资金重新部署到固定收益，这可能是未来几个月和几个季度的一个特点。

其次，企业在这种高利率环境下需要为原有贷款进行再融资并申请新贷款，这意味着企业的利息成本可能会上升，如果这些成本不能完全转嫁给客户，利润率就会受到挤压。

只有规模最大、经验最丰富的企业才能利用疫情期间的超低利率发行长期债券。还有很多其他企业不得不接受更短的到期期限。约 20% 的高收益债券（即低质量发行人的债券）将在未来 18 至 36 个月内到期，这些债券必须以更高的利率进行再融资，

而这对某些企业来说可能很困难。甚至更多企业已经受到浮动利率债务成本快速上升的挤压。后一类企业中包括很多小市值企业，我们认为，这在一定程度上解释了它们过去一年的股市表现持续不佳的原因。

最后，借贷成本急剧攀升降低了个人和企业客户的可支配收入。美国消费者正面临抵押贷款、汽车贷款和信用卡利率上升的问题。与此同时，4,400 万美国人重新开始每月偿还学生贷款。

## 争论仍在继续

同时，有关美国经济可能走向硬着陆还是软着陆的争论仍在继续。在美国国家经济研究局商业周期确定委员会决定任何经济衰退的正式开始日期之前，这个问题不会有定论。这种消息通常是在经济衰退开始一年后宣布的，这让声明本身对投资者并无多大帮助。

就我们而言，我们相信，就像过去一样，如今已然存在的高利率叠加严格的银行贷款标准就是经济衰退的导火索。另一方面，从历史来看，软着陆的特点是利率不断攀升，但贷款标准没有明显收紧。

而类似的情况（即高利率和限制性的贷款）对加拿大、英国和欧元区的影响已经在显现。2023 年前 9 个月，这三个地区的 GDP 增长都只不过是美国经济增长的一个影子。

当然，我们对美国经济衰退的预期可能是错误的。疫情突然结束了美国历史上持续时间最长的经济扩张。对公共卫生危机的政策反应同样迅速地启动了新的经济增长。过去几年财政和货币政策重大的决定性转变对经济进程的影响仍挥之不去，这种影响可能会持续到 2024 年。上面提到的逆风可能只会使 2024 年的经济保持缓慢增长，而不会导致 GDP 出现连续多个季度的直接下滑。

这可能足以使标普 500 指数的盈利继续增长，但涨幅可能没有目前对 2024 年的普遍预期（每股 245 美元，较 2023 年 220 美元的预期增长 11.4%）那么大。我们认为，从现在到 2024 年底，任何盈利增长都将为股价上涨留出空间，尽管实现这一目标的途径仍存在争议。

在通胀数据进一步改善，美联储暂停加息之后，近期股市一直在反弹，这可能得益于第三季度 GDP 和盈利增长的强劲程度超出了普遍预期。在我们看来，反弹之势可能会持续到新的一年。

目前，我们建议仍充分投资股票，从而利用以标普 500 指数为首的一些大盘股指数在未来几个月创下历史新高的明显可能性。然而，我们认为，投资者应考虑将个股选

择限制在他们愿意在经济衰退期间持有的公司，我们认为，经济衰退是未来几个季度最有可能出现的经济结果。对我们来说，这意味着优质企业拥有具韧性的资产负债表、可持续的股息以及对经济周期不太敏感的商业模式。

我们认为，关注具有韧性的优质企业最令人信服的理由或许是，一直在积聚的经济逆风将会走到尽头，并可能在 2024 年晚些时候完全消散。股市通常会在新一轮经济扩张开始前几个月就预料到它的开始。我们认为，那些持有价值高于平均水平的投资组合，在经济增长速度再次加快时，将最有能力利用必然出现的机会。

在某种程度上，如果需要为均衡投资组合提供更具防御性的结构调整，那么对于希望承担一些风险的投资者来说，重新持有债券不失为一种合理的选择，这是一种喜闻乐见的发展。



全球透视 2024 年展望

## 美国

保持在高位的美国债券收益率目前为投资者提供了多年来最广泛的投资选择，这意味着股票和债券正在争夺投资资金。标普 500 指数的估值高于平均水平以及华尔街对企业利润的乐观展望，几乎没有让经济失望的余地。我们认为，债券市场有望带来丰厚的回报，尤其是信用风险较低的债券领域。

---

## 美国股票

广泛的潜在经济结果需要灵活的布局。

Kelly Bogdanova

美国旧金山

长期投资者应该习惯了美国股市通常在任何时候都要在多重经济和政策对立趋势中艰难跋涉。但对于 2024 年，我们认为相反的趋势比往常更多。

**首先，潜在经济结果的范围异常广泛。**美联储有可能实现梦寐以求的软着陆，换言之，能够避免经济衰退，甚至实现高于趋势的增长。但是，投资者不应排除经济可能陷入衰退的可能性。加拿大皇家银行的经济学家们预计，美联储激进的加息周期将限制 GDP 增长，使经济在 2024 年陷入温和衰退。

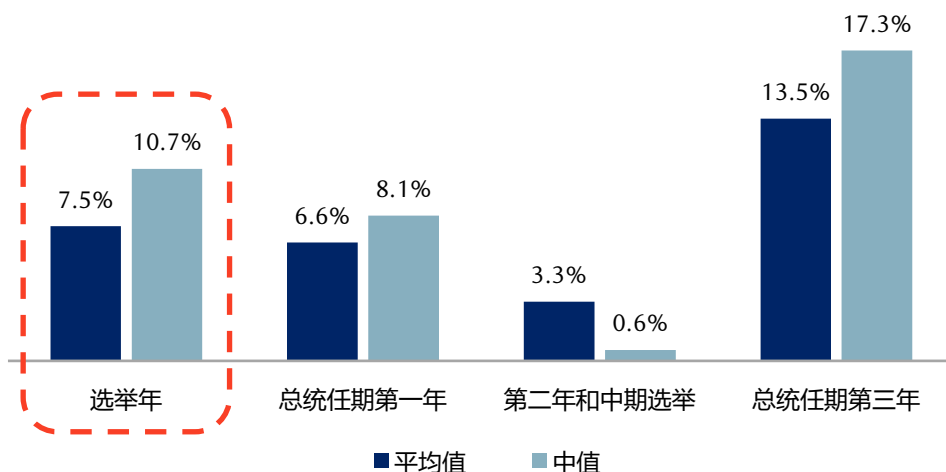
**其次，市场似乎为乐观的前景做好了准备。**目前，我们认为标普 500 指数并没有对经济逆风或动荡作出调整。在 2023 年的反弹之后，有证据表明市场已为平稳软着陆的情景做好准备。行业分析师对 2024 年标普 500 指数的普遍盈利预测为每股 245 美元，同比增长 11.4%。这一预测，再加上市场 18.4 倍高于平均水平的市盈率，几乎没有让经济失望的余地。当经济衰退果真到来时，普遍预期通常会下降，利润至少会有几个季度出现收缩。



**第三，选举可能会产生噪音。**继 2016 年和 2020 年有争议的选举之后，2024 年的竞选季可能会给投资者带来更多焦虑。在新闻头条和社交媒体帖子煽风点火之际，投资者应保持冷静，因为市场在总统选举年历来表现良好。自 1928 年以来，标普 500 指数平均上涨了 7.5%，总统选举年几乎 75% 的时间都是以上涨收官。我们认为，与华盛顿的政党控制相比，美联储政策和经济周期在决定市场回报方面发挥的作用更大。

### 美国股市为期四年的交易模式历来与大选相关

标普 500 指数在 1928 年以来的总统选举周期内的表现



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；基于截至 2022 年的年度数据

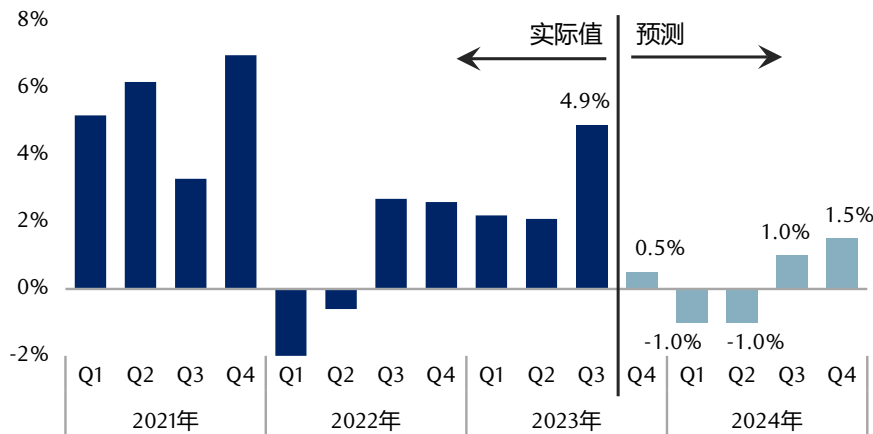
**第四，股市也有竞争。**多年来，股票市场一直比债券市场更具优势。债券收益率异常低，因此有更多资金流入股市。但现在利率保持在高位，美联储有可能在 2024 年开始降息，这将成为债券价格上涨的催化因素。因此，我们认为，2024 年可能会有更大比例的增量现金流入债市，而非股市。但这不会阻止股市上涨。只是与过去 10 年相比，投资者现在有了更多选择，股市也需要适应这种竞争。

2024 年市场还可能面临许多其他因素，包括美联储降息时间和幅度的不确定性、华盛顿持续的预算失灵、现有军事冲突可能扩大以及其他地缘政治风险。

但我们认为，标普 500 指数未来 12-18 个月的回报将在很大程度上取决于美国经济衰退是否成真 - 对我们来说，这是最大的横流。好消息是，即使出现经济衰退并引发回调，市场通常也会反弹，并在衰退期的中途确立新的上升趋势。长期投资者历来都会利用这种回调作为增加市场敞口的机会，以从中获益。

## 预计 2024 年经济增长将回落

美国实际 GDP 增长和加拿大皇家银行的预测



资料来源 - 彭博社 (实际结果)、加拿大皇家银行经济部 (估计)；数据截至 2023 年 11 月 13 日

**展望 2024 年，我们建议维持对美国股票的市场权重敞口，这一立场旨在平衡经济衰退的风险与避免经济衰退的可能性。** 广泛的潜在经济结果需要灵活的板块和行业布局。我们预计，市场表现将扩大到七只科技股和三个行业板块之外，这三个板块在 2023 年的大部分时间里大幅领先市场其他板块，对标普 500 指数的涨幅贡献巨大。我们的投资组合持仓将倾向于估值合理的优质公司的股票，这些公司拥有可靠的现金流、可持续发展的股息、较低的债务水平以及强大的管理团队。我们还看好小盘股，因为在我们看来，它们的绝对估值和相对估值都异常低，似乎已经反映了经济衰退。

## 美国固定收益

在经历了漫长而坎坷的道路后，债券市场有望在 2024 年反弹。

**战胜逆境。** 近年来，美国债券市场面临着相当大的逆境。在 2021 年之前，彭博美国综合债券指数（通常简称为“综合指数”）自 1976 年创立以来，只有三年的总回报为负值，而且从未连续两年出现过负值回报。截至 11 月 12 日，它仍有可能出现连续第三年的负值回报。

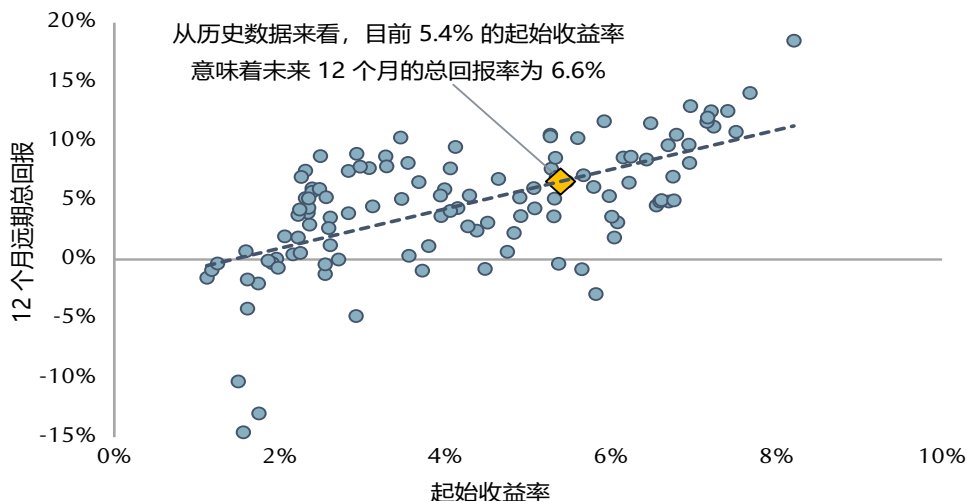
但就像有些人在压力下表现最好一样，债券市场往往也是如此，我们预计 2024 年将是债券市场强劲反弹的一年。

债券为投资者带来稳定业绩的过往记录堪称传奇，其主要原因就在于它能为投资者提供收益。当收益率上升时，赚取的收益往往足以抵消大部分价格波动。如上图所示，投资者在接下来的一年里可望获得的起始收益率与随后的总回报率之间存在很强的相

Thomas Garretson, CFA  
美国明尼阿波利斯

## 起步顺利

较高的起始收益率表明，2024 年债券总回报率将恢复为正值



来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博美国综合债券指数；基于 1993 年 12 月 31 日至 2022 年 9 月 30 日的季度数据

关性。有鉴于此，2022 年成为有史以来债券表现最差的一年也就不足为奇了，因为起始收益率仅为 1.75%。收益率上升以及债券价格下跌（与收益率成反比），甚至都没有被支付的票息所抵消。

在 2023 年即将结束之际，综合指数目前的收益率接近 5.5%，为过去 20 年的最高水平。从这一较高的起点来看，历史表明 2024 年的债券回报率有望达到 6.6%。这是一个可靠的数字，但我们认为债券的表现可能会更好。在任何一年里，收益率只能解释债券市场约 40% 的表现；其余部分来自价格变动，而这正是额外表现的来源。

基准 10 年期美国国债收益率在很大程度上支撑了我们对债券市场其余部分的表现预期。加拿大皇家银行资本市场预测，到 2024 年底，目前 4.6% 的收益率将降至 3.95%。这将推动该债券价格在全年 4.6% 的收益率基础上再上涨约 5%，总回报率接近 10%。

但如果收益率继续上升呢？在债券市场经历了近三年的负值表现后，提出这样的问题很合理。倘若 10 年期美国国债在 2024 年实现负值回报，收益率就必须上升到 5.3%。虽然这并非不可能，但门槛很高，我们认为可能性相对较小。这是因为根据彭博社最近的分析师调查，我们预计美联储将比普遍预期的 2024 年第四季度更早开始降息。

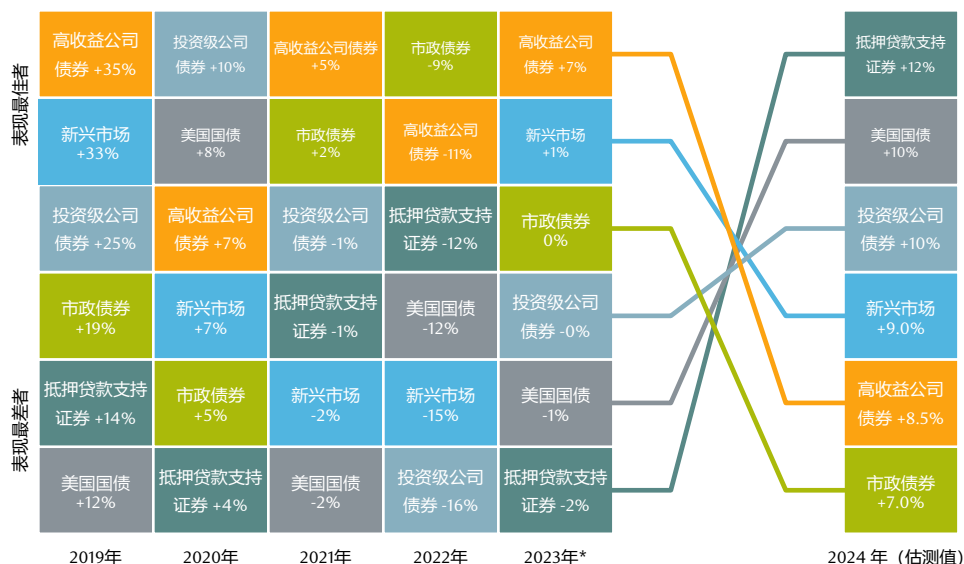
**美联储展望。** 美联储自己也承认，到目前为止，加息对美国经济的影响才刚刚开始。我们认为，这种情况将在 2024 年上半年表现为温和的经济衰退，而美联储届时可能会从明年夏季开始进行一系列温和的降息。

我们认为，债券市场对降息预期的重新定价将在收益率曲线的短端表现得最为明显。加拿大皇家银行资本市场认为，明年 3 个月期美国国债收益率将从最近的 5.4% 降至 3.9%。鉴于这种预测，我们认为投资者应积极退出现金和/或现金等价物产品，并轮动到更长期的证券，以便在收益率逐渐消失之前锁定收益率更长时间。

**债券类别策略。** 下图列出了我们对 2024 年表现的预期。大多数债券类别有望表现强劲，但那些信用风险较低的债券类别应会表现出色，如美国国债、抵押贷款支持证券和投资级企业债券。我们认为，与美国国债相比，高收益企业债券和市政债券目前估值过高。我们预计，由于经济增长放缓，这些估值将在 2024 年恢复到更正常的水平，因此，回报率可能略微落后于市场的其他部分。

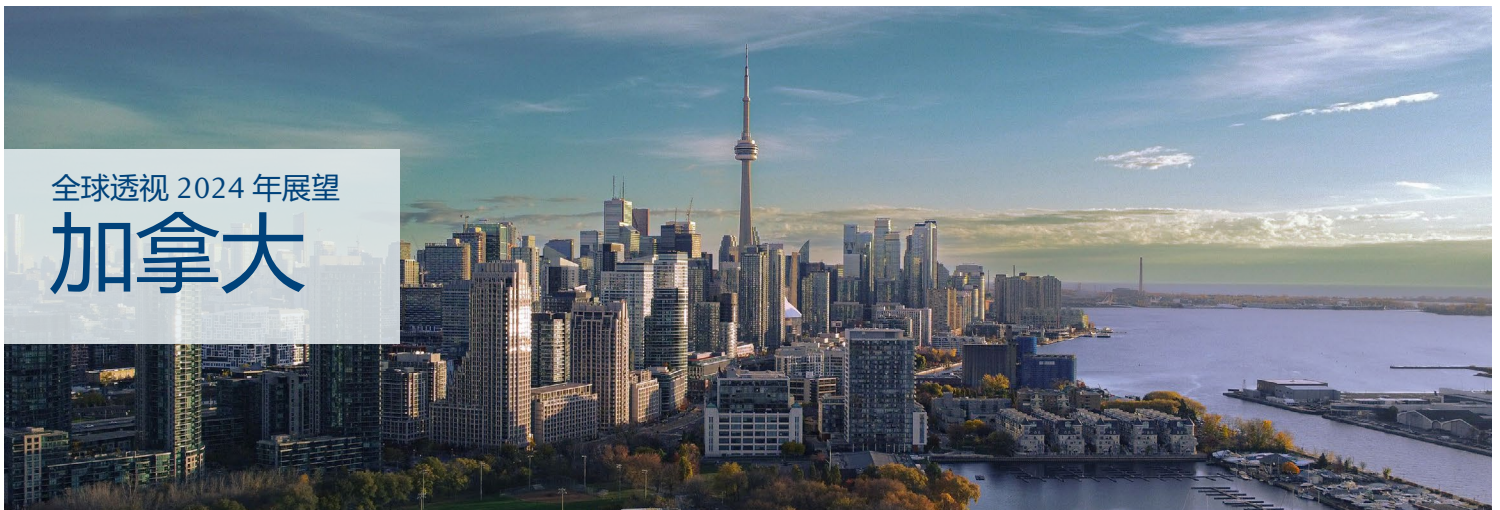
### 2024 年债券市场表现应会回归常态

美国固定收益资产类别的历史回报率和预期回报率



EM = 新兴市场；HY Corp = 高收益公司债券；IG Corp = 投资级公司债券；MBS = 抵押贷款支持证券；Munis = 市政债券。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博巴克莱债券指数；\*2023 年回报率截至 2023 年 11 月 9 日



全球透视 2024 年展望

# 加拿大

加拿大经济尚未走出困境，但我们认为加拿大央行的加息周期已接近尾声，家庭资产负债表所承受的压力应该会逐渐减弱。我们认为能源行业存在机会，而长期投资者可以在银行股中找到价值。我们认为，固定收益市场是 16 年来最具吸引力的市场，因此需要将敞口从短期债券转向久期更长的债券。

---

## 加拿大股票

消费支出显示出明显的疲软迹象。

Sunny Singh, CFA

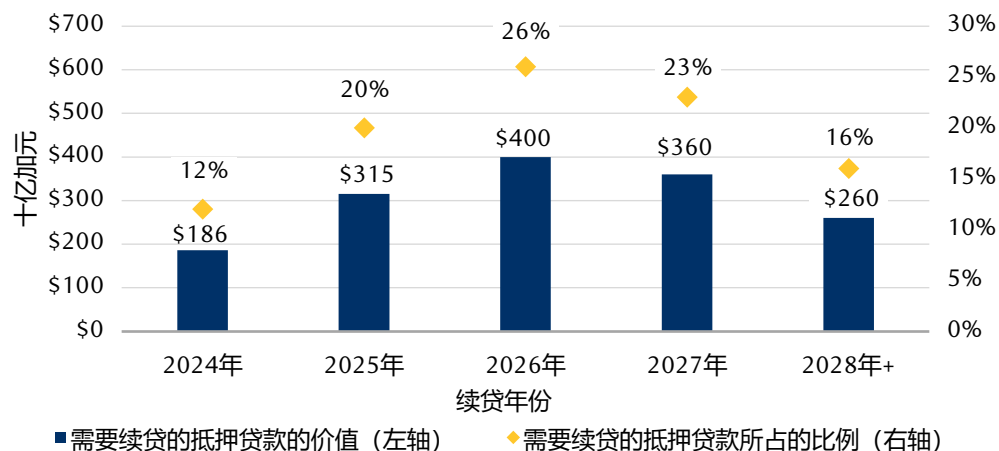
加拿大多伦多

由于紧缩的货币政策及其对消费者财务状况的影响继续在加拿大经济中发挥作用，加拿大消费者在 2024 年应继续受到关注。家庭债务水平居高不下所带来的特殊风险，再加上房地产行业对经济的巨大影响，导致加拿大的经济环境相对于其杠杆率较低的南部邻国更为疲弱。家庭预算开始感受到利率上升带来的压力，而消费支出出现了明显的疲软迹象。根据加拿大皇家银行经济部的数据，加拿大人的生活必需品支出比一年前增加了近 10%。与此同时，由于餐饮和旅游支出呈下降趋势，可自由支配支出激增的情况有所放缓。在经历了 2023 年的强劲开局之后，加拿大房地产市场似乎也陷入了停滞，净资产下降的心理影响给加拿大家庭增加了进一步的压力。

**还有什么希望？** 越来越多的证据表明，由于经济背景趋弱，通胀风险正在缓解。加拿大皇家银行经济部预计，如果这种情况继续下去，加拿大央行不会再加息。这将让持有可变利率抵押贷款的加拿大人松了一口气，因为每次加息都会导致还款额增加或本金支付比例降低。对于在未来几年续贷抵押贷款的那些人来说，最终放宽货币政策（即利率下降）更为重要。加拿大皇家银行资本市场估计，2025 年、2026 年和 2027 年将分别有 20%、26% 和 23% 的加拿大的银行发起的住宅抵押贷款到期续贷。

## 预计到 2026 年，加拿大抵押贷款续贷率将大幅上升

估计很多加拿大特许银行的住房抵押贷款将续贷



注：由于未显示 2023 财年剩余时间的续贷情况，分配总额未达到 100%。

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场、加拿大皇家银行财富管理、公司报告；数据截至 2023 年 10 月 31 日

我们认为，利率的轨迹及其对加拿大消费者的最终影响将对加拿大的银行产生明显影响。几家加拿大银行最近在进行未来信用损失拨备时提到了利率“长期高企”的风险。银行估值继续反映出环境的不确定性，这一类别的交易价格相对于长期平均值大幅折价，接近全球金融危机和疫情初期的水平。尽管很难确定在信贷周期现阶段估值为何会改善的催化因素，但我们认为，眼光长远的收益导向型投资者可以在加拿大银行股中找到机会。

**我们预计，能源板块的表现将主要受到大宗商品价格的影响。**我们要强调的是，能源投资者在建设性的经济环境中能够通过回购和股息获得有意义的现金回报。但是，即使充满挑战的经济背景持续存在，加拿大的能源企业由于资产负债表状况良好且资本支出需求合理，现在已经具备了更好的应对能力。我们继续建议投资者在 2024 年持有加拿大最优秀的能源生产商，尤其是对于那些注重收益的投资者。

总的来说，我们认为，加拿大股市在 2024 年应会得到其相对于历史的贴现估值的支撑，而如果通胀压力持续存在，其资源组合敞口将提供某种对冲。

# 加拿大固定收益

利率风险越来越具有两面性。

Luis Castillo

加拿大多伦多

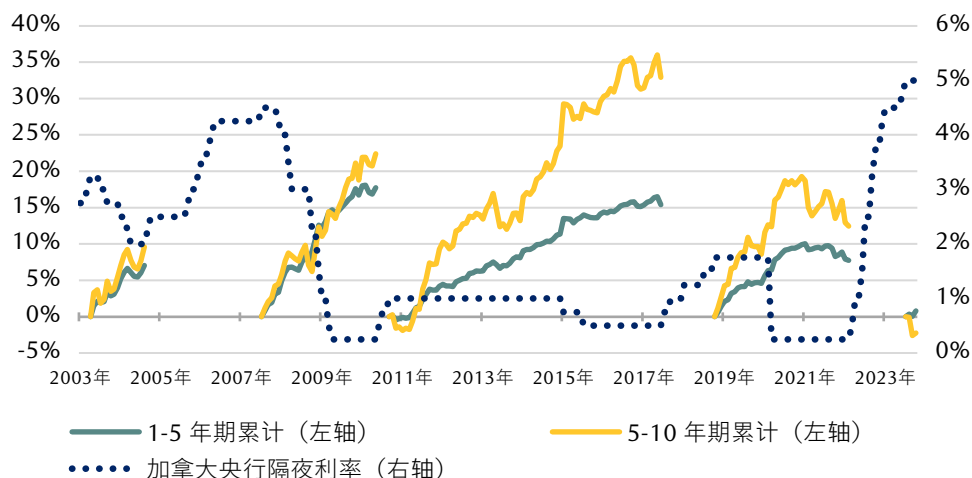
债券收益率在 2023 年大部分时间里急剧上升的势头开始减弱，因为加拿大央行似乎更加坚定地采取观望态度，选择在评估已实施的一系列加息措施对经济的累积影响时，暂缓进一步加息。尽管通胀率仍远高于加拿大央行的预期，但经济动能正在减弱，GDP 月环比增长数据放缓就证明了这一点；这在一定程度上缓解了加拿大央行继续以同样激进的步伐加息的压力。尽管如此，加拿大央行仍对通胀数据意外上行保持警惕，从而为在必要时额外加息敞开大门。由于加拿大央行可能即将结束其政策紧缩机制，而且货币政策在很大程度上取决于月环比经济数据，我们认为利率只是单边上行的风险正在下降。换言之，我们认为利率前景变得更具两面性，这加强了我们在固定收益投资组合中延长久期的理由。

回顾近期货币政策周期的历史可以发现，在加拿大央行最后一次加息后，增加投资组合的久期会带来相对于短期策略更高的总回报。例如，如图所示，在加拿大央行加息周期的最后一次加息后，彭博加拿大 5-10 年期债券综合指数的表现一直优于较短久期的 1-5 年期债券指数。

在加拿大央行加息近 500 个基点的三年时间里，**投资者一直投资于久期较短的证券，我们认为，现在考虑延长投资组合的久期较为合理。**然而，尽管目前久期的风险回报状况更具吸引力，但我们认为，投资者谨慎进场并调整其利率波动容忍度敞口不失为

## 在政策利率达到峰值后，久期较长的债券往往表现出色

加拿大央行在加息周期的最后一次加息后的总回报率



资料来源 - 加拿大皇家银行多美年证券公司、彭博社；数据截至 2023 年 10 月 31 日

明智之举。这种对久期的看法可以在投资组合中表现出来，同时采用阶梯式的方式延长到期期限，从而保持一定程度的久期多元化，使投资组合具有更高的利率敏感性，同时最大限度地减少回报波动，这应会使回报之路变得更加平稳。

在当今利率不断上升的环境下，企业被迫掏钱发行新债并为旧债再融资，在很多情况下，成本比 2020 年的水平高出三倍。然而，尽管企业面临更严格的条件和更困难的经营环境，但投资者对企业债券违约风险所要求的额外收益率补偿仍维持区间波动，我们认为，这远未达到表明未来经济将出现问题的水平。

另一方面，我们仍然预计短期内企业会遭受一定程度的痛苦，以及一定程度的负面信用重新定价。**因此，我们降低了对企业信用债的偏好，同时在我们的企业债券配置中保持对更优质（即投资级评级）债券的偏好。**尽管如此，我们认为从历史角度来看，债券收益率具有广泛的吸引力，较高的起始收益率为进一步加息和/或信用利差扩大提供了一定的缓冲。

我们认为，无论采用哪种债券投资方式（买入并持有至到期，还是择机买卖），较高的基准利率使得今天的债券投资比过去 16 年里的任何时期都更具吸引力。我们认为，过去三年收益率的飙升尽管对现有的债券持有者来说很痛苦，但却增加了未来通过信贷工具获得类似股票回报的可能性。





全球透视 2024 年展望

# 英国

低迷的经济增长和令人担忧的持续通胀表明，如果劳动力市场状况进一步恶化，英国很可能在 2024 年陷入滞胀。我们认为，英国央行不太可能愿意在明年下半年之前降息。尽管宏观经济背景不容乐观，但我们认为有耐心的投资者仍有机会。英国股票估值具有吸引力，但基本上不受青睐，而且具有防御性特点。就英国债券而言，我们倾向于在短期内进一步加仓英国金边债券（英国国债），并延长久期。

## 英国股票

英国的挑战持续存在，但其不受青睐的股票却提供了机会。

**交接换班？** 下一次英国大选可能在 2024 年举行。鉴于传统左翼工党一年多来在民调中一直保持大幅领先优势，工党执政后将如何施政值得深思。

在工党领袖凯尔·斯塔默爵士 (Sir Keir Starmer) 的领导下，工党改变了立场。工党已经抛弃了激进的左翼派系政策，如对高收入者征收更高的税收和将公用事业国有化。工党似乎已经向中间派过渡，并显著改善了与企业部门的关系。总体而言，我们认为工党获胜不会引发金融市场强烈的负面反应。

工党还希望与欧盟建立更密切的关系，包括对“某些部门”进行统一监管，并接受欧洲法院的某些监督。工党也在寻求解除对新住宅建设规划规则的管制，加强就业权利，并推进向低碳经济的转型。

我们认为，其中一些目标可能很难实现。欧盟不太可能接受这种“挑三拣四”的做法，而国家规划政策的改革很可能继续遭到国内的激烈反对，因为它们有可能改变现

Frédérique Carrier

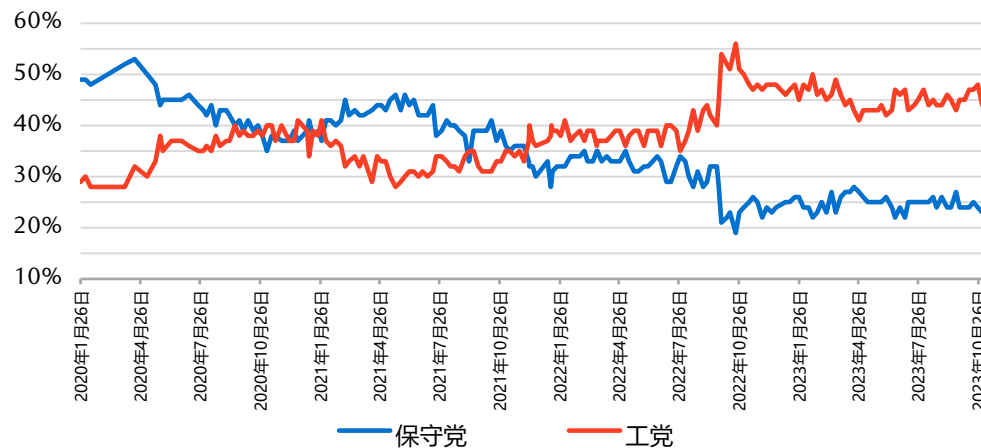
英国伦敦

Thomas McGarrity, CFA

英国伦敦

## 工党连续两年领先保守党

YouGov 威斯敏斯特投票意向追踪器



资料来源 - YouGov; 数据截至 2023 年 11 月 8 日

状。重要的是，工党将接手一个伤痕累累的国家 - 不仅因为英国脱欧，还因为英国央行三十年来最快的货币政策紧缩狂潮，而且这个国家负债累累，总债务占 GDP 的比例接近 100%。这一切都可能限制新政府重启经济的能力。

**经济步履维艰。**随着利率大幅上升的全面影响逐渐渗透到经济中，整个 2023 年一直疲软的经济数据可能会进一步下滑。我们认为，由于通胀已经下降，实际工资的改善可能会在一定程度上抵消这种影响。但这在很大程度上取决于劳动力市场。风险在于，如果加息的影响对企业利润率造成压力，其可能会走弱。失业率从 1 月的 3.7% 上升到近期的 4.3%。总体而言，经济学家普遍预计 2024 年的 GDP 增长率仅为 0.4%，与 2023 年持平。

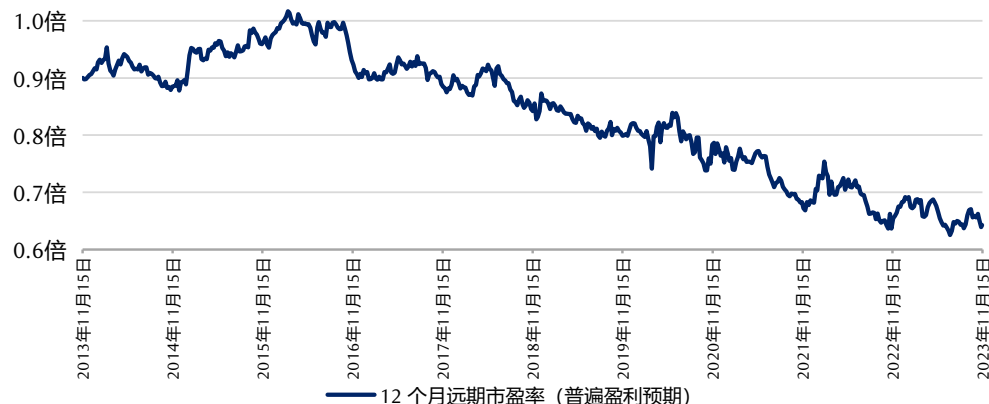
尽管经济增长前景如此疲弱，但我们认为英国央行可能会在 2024 年的大部分时间里将银行利率维持目前 5.25% 的高位。5.7% 的核心通胀率虽有所下降，但仍具有粘性。

我们认为英国存在滞胀风险，这种状态的特点是通胀率相对较高，同时经济增长缓慢，失业率上升。

**不受青睐的市场中存在的机会。**我们承认国内经济前景充满挑战，但仍建议维持对英国股票的市场权重布局。我们认为，鉴于我们预计 2024 年全球经济和全球股市将面临更加动荡的背景，应好好利用富时 100 指数的防御特性。英国蓝筹股指富时 100 指数的防御板块敞口相对较大（例如，医疗保健和必需消费品）。此外，该指数偏向于“旧经济”行业，包括能源（约占富时 100 指数的 14%），我们认为，鉴于供给方面的动态较为紧张、估值不高以及盈利势头改善，目前能源板块的风险回报较为有

## 英国股票相对于全球股票的估值处于十年来最便宜的水平

富时全股指数与富时全球指数的估值比较



数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社

利。重要的是，英国股票估值似乎并不高，几乎每个板块的股票价格相对于历史水平的折价都异常高。

鉴于国内经济前景充满挑战，我们仍对收入以英国为中心的企业保持谨慎。我们仍建议维持对全球多元化优质企业的偏向。在整个市场上，很多在英国上市的全球领先公司的估值倍数与在其他市场上市的国际同业相比仍存在明显的折价。我们认为这些全球企业出现在“英国市场的折价”毫无根据，并认为这为投资于这些股票的长期投资者提供了机会。

## 英国固定收益

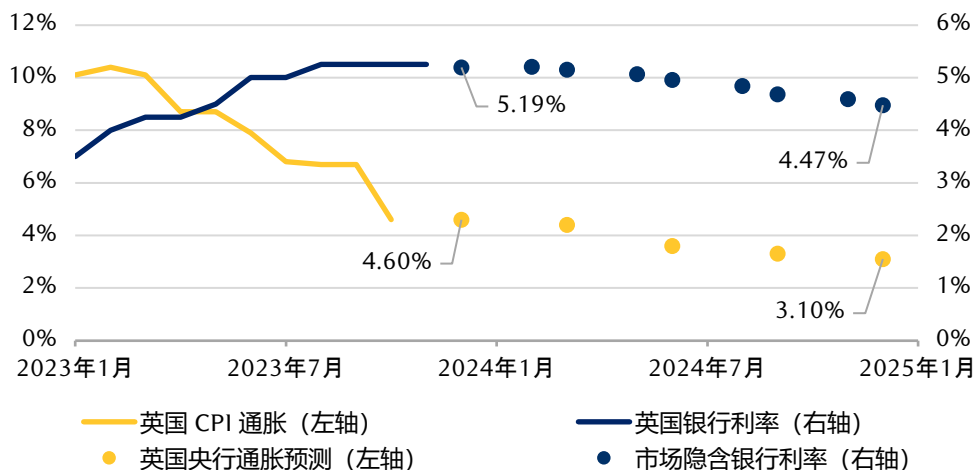
固定收益的机会窗口似乎已经完全打开。

债券投资者面临的问题不是英国央行还会加息多少，而是首次降息何时会实现，从而推高债券回报。**我们的基准情景是 2024 年上半年不会降息，这是因为通胀和工资增长仍然居高不下。**货币政策委员会 (MPC) 可能会保留加息选择权，但我们认为进一步加息的门槛仍然很高，5.25% 可能是本轮加息周期的峰值。市场目前预计，到 2024 年第四季度，累计降息幅度约为 75 个基点，利率达到 4.56%。

**通胀率料将符合英国央行 2023 年第四季度的预估，但这仍远低于 2% 的目标。**11 月的货币政策报告采用了 10 月的市场定价，该报告显示 2024 年全年银行利率为 5.25%。在这种情景下，通胀率要到 2025 年第四季度才会降至目标水平以下，但这一估计值存在上行风险，这增加了我们对 2024 年上半年不降息的确信度。如果通胀或工资数据持续出现超出货币政策委员会预期的重大意外，政策反应很可能是在更长

Rufaro Chiriseri, CFA  
英国伦敦

## 市场无视英国央行长期走高的论调



注：CPI = 消费者价格指数；预测显示了英国央行 2023 年 11 月的工作人员预测；数据截至 2023 年 11 月 15 日。

数据来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社、英国央行

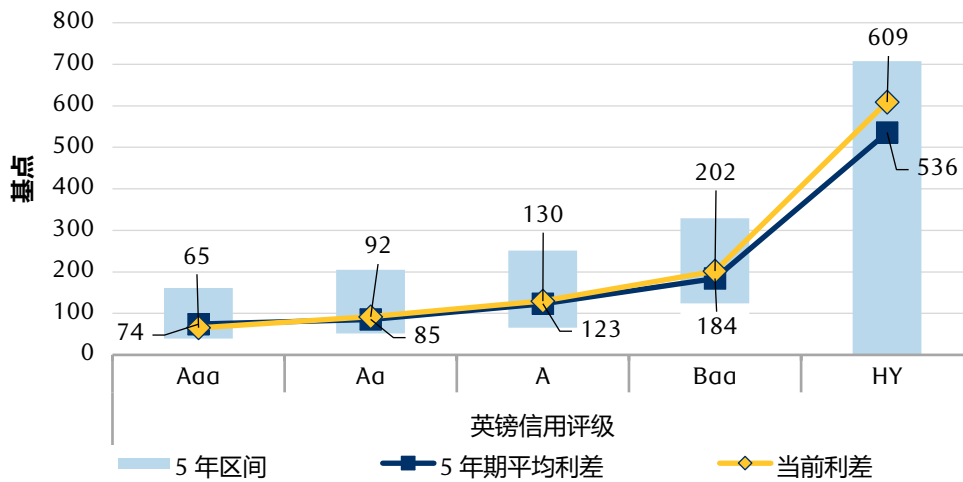
时间内将利率保持在高位水平，以维持限制性的金融条件，尽管这会以牺牲经济增长为代价。我们认为上半年不会降息的风险来自于经济增长前景恶化，以及抵押贷款再融资逆风进一步阻碍消费需求，这可能会使通胀比我们的预期更快降温。

**尽管英国经济的表现略好于我们的预期，但我们认为，未来 12 到 18 个月的经济增长前景大体持平，经济衰退的风险仍然很高。**加拿大皇家银行资本市场预测，2024 年第一季度经济季度环比增长率将停滞在 0%，随后几个季度将温和回升，2024 年的同比增长率将仅为 0.1%。

至于英国国债的供应，英国央行官员正在以 12 个月 1,000 亿英镑的速度缩减资产负债表（也就是所谓的“量化紧缩”），市场已经消化了这一点。根据最近的一份政府报告，公共财政 3 月的表现好于最初预测，因此本财年的借款需求下降。加拿大皇家银行资本市场预计，本财年英国国债发行量将减少 200 亿英镑，总供应量将达到约 2,180 亿英镑。英国国债需求依然强劲，但我们正密切关注未来债券拍卖中需求减弱的迹象，这可能会推高收益率。**我们倾向于在短期内进一步加仓英国国债，并延长久期。**

信用债市场在 2023 年的表现好于我们的预期，但我们不清楚这种“金发姑娘”时期还会持续多久。1 年期信用利差看起来有所扩大，但 5 年期利差更接近公允价值。因此，**我们认为利差扩大的风险依然很高。**企业违约率仍然很低，但信用债基本面正在恶化。由于企业盈利疲软，非金融发行人的债务杠杆率上升。此外，利率上升也导致利息偿付率（衡量企业盈利能够支付利息成本倍数的指标）恶化。

### 较低质量的信用利差高于五年平均值



资料来源：加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 11 月 10 日

尽管如此，**我们认为非周期性发行人领域存在大量机会，并认为高级银行债券领域存在机会。**我们仍保持谨慎，并且相对于高收益债券，我们更青睐较优质、久期较短的投资级债券，因为风险平衡偏于下行。

我们认为，在我们平衡企业信用债风险和更优质政府债券的配置之际，**杠铃投资法提供了最具吸引力的机会。**



全球透视 2024 年展望

# 欧洲

地区经济陷入困境，而改革议程获得了新动力。提高该单一市场有效性的建议将于春季出台；这将由将在年中选举产生的新一届欧洲议会来实施。对股票来说，宏观经济和盈利势头减弱仍是不利因素。当有迹象表明该地区的相对经济增长势头日渐好转时，我们会变得更加乐观。鉴于经济环境疲软，我们倾向于加仓主权固定收益并延长久期。

## 欧洲股票

重在改革；在下一个经济上升周期到来之前，我们仍将保持谨慎。

**动能减弱。**在欧元区制造业和服务业活动近期急剧减弱之后，未来几个月有可能趋于稳定。工业部门需要重建已消耗殆尽的库存，而由于价格压力正在减弱，消费者信心可能会有所改善。不过，我们预计利率保持在高位将日益迫使企业紧缩开支。

欧洲央行料将在 2024 年继续维持利率不变。尽管通胀率已大幅下降至 2.9%，银行贷款也明显减少，但工资同比增幅仍高达 4%，与 2% 的通胀目标不符。失业率略微上升可能是工资增长进一步减速的必要条件。

只有降息，才能确保经济持续复苏。经济学家普遍预计，2024 年实际 GDP 增长率为 0.7%，略高于 2023 年的 0.5%。由于该地区越来越缺乏竞争力以及财政刺激力度有所减弱，可能会出现复苏乏力的情况。

**需要解决结构性问题。**新冠疫情和乌克兰战争加剧了欧盟长期存在的结构性问题，如沉重的监管负担，以及欧盟创新者和企业之间缺乏合作。这些问题共同削弱了欧盟单一市场的有效性，从理论上讲，欧盟是一个拥有 4.5 亿人口、由 27 个成员国组成的国家市场无缝融合的市场。

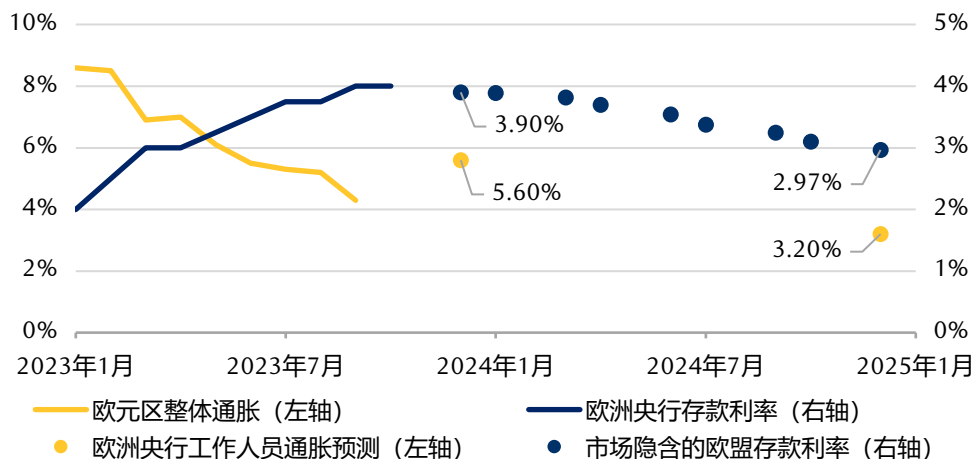
Frédérique Carrier

英国伦敦

Thomas McGarrity, CFA

英国伦敦

### 欧洲市场预计 2024 年将降息约 100 个基点



注：通胀预期显示了欧洲央行 2023 年 9 月工作人员的预测。

资料来源 - 彭博社、欧洲央行；数据截至 2023 年 11 月 14 日

欧盟委员会主席乌苏拉·冯德莱恩 (Ursula von der Leyen) 在 2023 年 9 月的国情咨文演讲中指出，竞争力是一个关键的优先事项。工作组的建议将于 2024 年 3 月提交。面临的挑战是在与美国和中国竞争的同时，保持资本、商品和服务的自由流动。

在 2024 年 6 月欧洲议会选举之后，新一届欧盟委员会将负责落实任何旨在提高竞争力和改善内部市场状况的建议。各国政府的支持将是对其提高竞争力承诺的重要考验。

**财政改革。**此外，过去三年，欧盟限制国家预算赤字和债务的规定被暂停执行。这是为了促进布鲁塞尔和各国政府为企业部门提供财政支持。财政援助旨在支持因新冠疫情和战争而陷入衰退的经济，并出于国内原因加快绿色转型，同时也是对美国《通胀削减法案》补贴和中国大力支持本国工业的回应。

改革财政规则的讨论一直在进行，因为欧盟内部普遍认为需要更大的财政灵活性。这些讨论可能会拖到 2024 年。我们认为这些规则最终会被淡化，但可能依然需要大多数国家采取一些财政紧缩措施。

**暂时仍维持减持。**我们仍建议减持欧洲股票，因为宏观经济和盈利势头减弱仍是该地区能够跑赢大市的不利因素。普遍盈利预测存在下调风险，尤其是周期性股票和板块。

## 欧洲股票估值低于长期平均值

欧洲斯托克（英国除外）指数 12 个月市盈率



数据来源 - 彭博社

不过，我们仍密切关注表明欧元区经济增长势头正在改善的任何迹象。这将是增加配置的关键催化因素。对于欧洲股票来说，未来几个月，估值偏低叠加经济背景最终改善可能会是颇具吸引力的组合，尤其是考虑到欧洲股票不太受青睐的状况。

直到那时，在进入 2024 年的背景下，我们仍将保持高度的选择性。对于有耐心的投资者，我们认为，在获得脱碳、半导体设备制造商和科技领域中关键任务软件提供商等结构性顺风支持的行业中，以及近几个月估值回落至更具吸引力水平的奢侈品类股中，存在颇具吸引力的机会。相对于消费必需品和公用事业，医疗保健仍是我们首选的防御性行业。

## 欧洲固定收益

除了暗淡的宏观经济前景外，也蕴含着机会。

欧洲央行认为，如果利率在 4% 的水平保持足够长的时间，通胀率就会回落到目标水平。尽管欧洲央行行长拉加德称有关降息的讨论“为时尚早”，但市场预期 2024 年 3 月至 12 月期间将降息约 100 个基点。

**我们的基准情景假设 2024 年上半年不降息。**我们的观点面临的风险是能源价格上涨导致通胀上升，这可能促使欧洲央行将 4% 的利率水平维持更长时间。另外，经济活动进一步恶化最终也可能使通胀降温的速度快于欧洲央行的预期，从而比我们预期更早降息。

Rufaro Chiriseri, CFA  
英国伦敦



**我们认为，由于经济活动数据表明经济陷入停滞，欧元区经济衰退的风险加剧。**制造业和服务业的所有指标都进一步陷入收缩区间。加拿大皇家银行资本市场预测，2024 年该地区的经济增长将徘徊在衰退边缘，同比增长率仅为 0.1%。

欧洲央行的缩表进程，也就是资产购买计划 (APP) 的量化紧缩 (QT)，正在进行之中，并且没有对到期资产进行再投资，而紧急抗疫购债计划 (PEPP) 的再投资将持续到 2024 年底。在 PEPP 再投资继续进行的情景下，鉴于收益率水平具有吸引力，我们预计明年对欧洲政府债券的需求将吸收供应。

迄今为止，在购买计划中对意大利和西班牙债券的较高配置支撑了利差。然而，由于量化紧缩力度加大、评级机构下调评级的风险增加以及财政赤字问题，意大利债券与德国国债的利差最近有所扩大。国际货币基金组织预测，2028 年债务占 GDP 的比例将约为 140%，较之前的预测恶化 8% 以上。欧盟的财政赤字规则应于 2024 年 1 月重新生效，关于改革这些规则的讨论正在进行中。自新冠疫情爆发以来暂停的财政规则已经恢复，这可能会加剧接近或超过财政限制的国家的债券波动。在此背景下，对于评级较低的国家，我们青睐希腊，而非意大利，同时我们也平衡了德国、比利时和荷兰等核心国家的配置。由于经济前景将进一步恶化，我们倾向于加仓主权债券和久期，从而有利于较长久期的头寸和主权头寸。

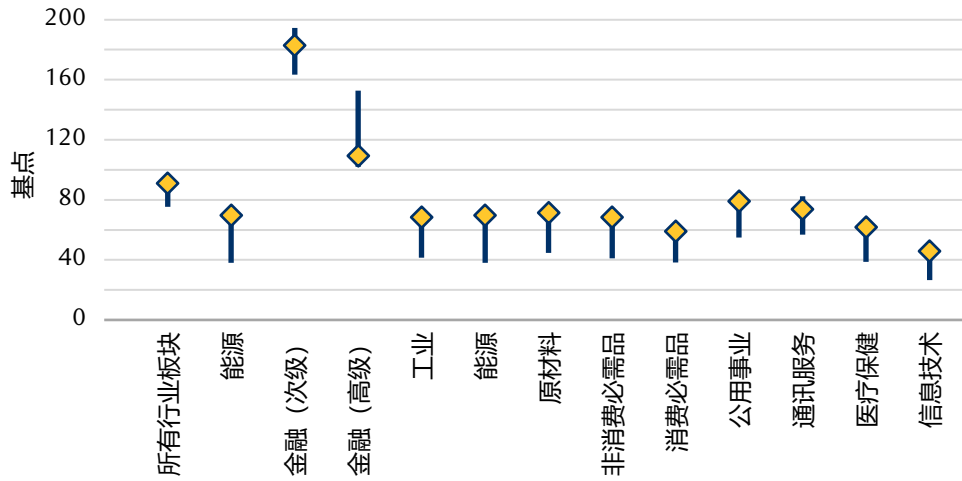
**尽管量化紧缩和欧洲央行持有近 33% 的合格企业债券，但信用债市场一直具有韧性。**

然而，如果企业债券的减持速度加快，利差可能会扩大。1 年期信用利差看起来有所扩大，但 5 年期利差更接近公允价值。虽然利差看起来具有吸引力，但我们不愿追逐这样的水平，因为融资成本上升和企业盈利下降正在损害企业的基本面。

**因此，我们仍保持谨慎，并维持我们对优质信用债的偏好，**目前我们更青睐投资级信用债，而非高收益信用债。与投资级债券相比，高收益债券对利率风险的收益率补偿已明显收窄，接近 10 年来的低点。因此，考虑到经济衰退的风险，从风险回报来看，我们看好投资级债券。然而，我们承认，当利差显著扩大时，很可能存在配置高收益债券的机会。

### 多数企业信用债类别接近六年区间的顶部

欧元投资级全现金债券类别指数月末经期权调整后的利差



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 11 月 14 日

**我们认为，2024 年的主题仍是保持精挑细选和防御性，并关注发行人的基本面。尤其是，我们相对于周期性发行人更青睐非周期性发行人的债券，银行、公用事业部门和电信服务行业发行的优先级债券。**



## 全球透视 2024 年展望 亚太地区

由于中国经济企稳回升，我们在中国股市的关键领域看到了机会。但进入 2024 年后，由于日本政府鼓励国内投资者增加敞口，以及其他一系列结构性的驱动因素和催化因素，我们更看好日本股市。固定收益方面，我们青睐亚洲投资级企业债券，因为我们预计 2024 年美国国债收益率将走低，这应会利好该债券类别。

## 亚太股票

我们对中国保持谨慎乐观的态度，继续增持日本。

**中国经济似乎正在企稳，并显示出复苏的迹象。**工业利润渐趋好转，去库存周期似乎接近尾声，信贷增长步伐正在加快，出口下降的速度正在放缓。令人鼓舞的是，中央政府最近以发行总额达 1 万亿元人民币（1,370 亿美元）新债券的形式，推出了额外的财政刺激措施。此举表明，政府准备减轻地方政府的财政负担，将更多的财政责任转移给中央政府。由于中央政府负债较低，因此有更多的债务空间来支持经济。

然而，我们认为经济复苏的根基不牢，因为并非所有经济指标都转好。由于政策刺激的效果逐步显现，消费者和企业信心逐渐回升，未来几个月的经济数据可能会出现波动。尽管最近放宽了一些政策措施，但房地产交易仍然疲软，因此房地产市场的状况仍然是投资者非常关注的问题。我们同意房地产市场放缓继续对中国经济构成挑战，但我们认为，值得注意的是，与过去几年相比，2024 年房地产市场放缓的负面影响可能会减少。

我们认为，经济复苏与政策刺激相结合，可以在一定程度上防范中国股市进一步下跌。然而，投资者的情绪仍很脆弱，许多外国投资者对在中国市场投入长期资产犹豫

Jasmine Duan

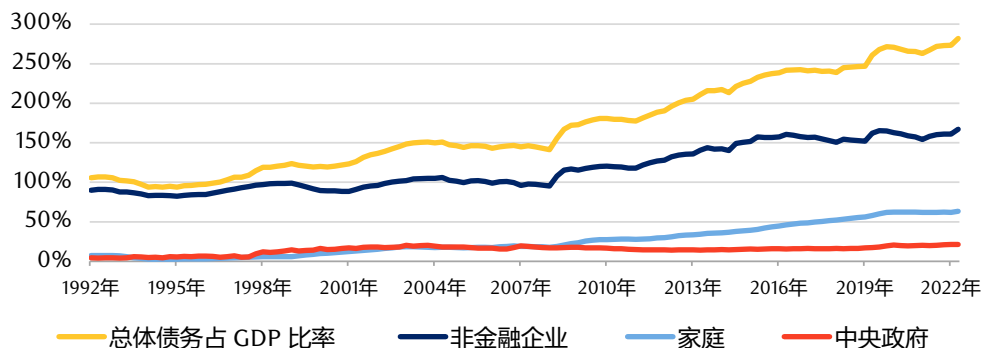
中国香港

Nicholas Gwee, CFA

新加坡

## 中国政府有提高债务水平以支持经济的空间

中国债务与 GDP 比率细分



资料来源：中国国家资产负债表中心，加拿大皇家银行财富管理；季度数据截至 2023 年 3 月

不决。因此，在美国加息周期结束、强有力的财政和货币刺激政策或企业盈利确认改善等重大催化因素到来之前，中国股市可能会继续在有限的区间内波动。

尽管存在这些不确定性，但我们认为，2024 年中国股票将有机会获得超额回报（“阿尔法”），尤其是在中国具有竞争优势或能够受益于政策顺风的行业，如先进制造业和医疗保健行业。

**总体而言，我们认为日本股市的前景更加光明**，有两个因素应会让 2024 年流入日本市场的资金保持韧性。首先，由于日本推出了个人储蓄账户计划（面向居民的免税投资计划），到 2024 年 1 月，每位居民的年度投资上限将从目前的 40 万日元提高到 120 万日元。其次，将于 2023 年底完成的企业养老金改革可能会增加股票配置。

加拿大皇家银行环球资产管理预计，日本实际 GDP 年增长率将从 2023 年的 2.0% 放缓至 2024 年的 0.7%，通胀率也将从 2023 年的 3.1% 放缓至 2024 年的 1.5%。与此同时，根据加拿大皇家银行资本市场的预测，2023 年日元兑美元汇率将成为表现最差的发达市场货币之一，预计到 2024 年底，日元兑美元汇率将从目前的 150 左右升至 145 的水平。

**我们继续看好日本股票的其他原因还包括积极的结构性变化和短期催化因素。**从结构性方面来看，我们认为，通货紧缩时代的结束、持续的友商采购和在岸采购趋势，以及东京证券交易所鼓励企业提高股本回报率和扩大股东回报的多项举措，这些都是积极的发展。由于美国和欧盟的衰退风险依然存在，而且投资者对日本作为中国股票的

替代投资和价值投资的兴趣增强，日本短期内将从其相对稳定的经济中获益。疫情过后，中国游客回潮也会使经济受益。最后，值得强调的是，日本是最后几个实行相对宽松货币政策的发达经济体之一。我们继续增持日本股票，与该地区的其他发达股票市场相比，我们更青睐日本市场。我们的观点面临的风险包括外部需求疲软和日元波动的可能性。

## 亚太地区固定收益

投资级信用债依然坚挺；债券类别选择是关键。

**亚洲投资级利差持续收紧。**亚洲投资级信用债相对于美国国债的利差较窄，约为 169 个基点，凸显了固定收益投资者对质量的青睐。我们认为，未来几个季度这种情况可能会持续，这反映出投资者对亚洲投资级证券在 2024 年的抗跌性充满信心，也反映出整体机构信用债投资者继续增持亚洲投资级债券，并减持亚洲高收益信用债。

**中国的担忧挥之不去，但也有亮点。**中国高收益房地产行业的崩溃已经波及到国内经济，以及中国在岸和离岸房地产债券市场。自 2023 年初中国全面解封以来，经济复苏一直不平衡，地缘政治风险和投资者信心疲软阻碍了经济复苏。迄今为止，政策支持还不足以遏制许多拥有高收益信用债的房地产开发商所面临的流动性危机。虽然整体宏观经济背景低迷，但从信用债的角度来看，我们认为中国的一些债券类别具有吸

Kennard Ling

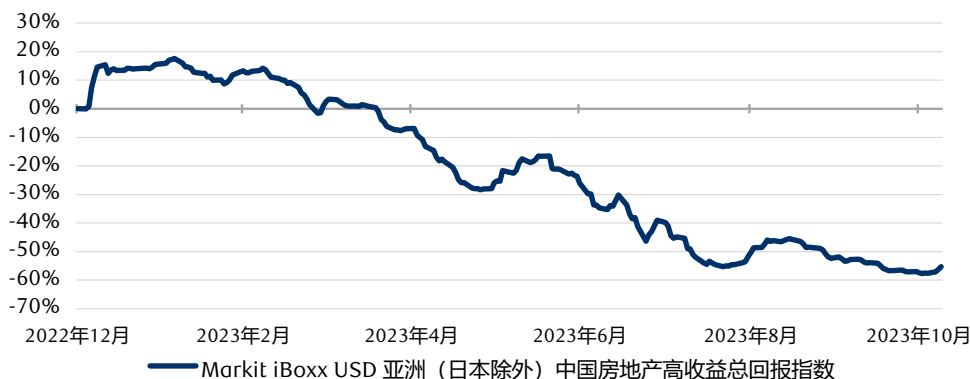
新加坡

Shawn Sim

新加坡

### 中国房地产高收益美元指数今年大部分时间都在下跌

年初至今的非年化总回报率



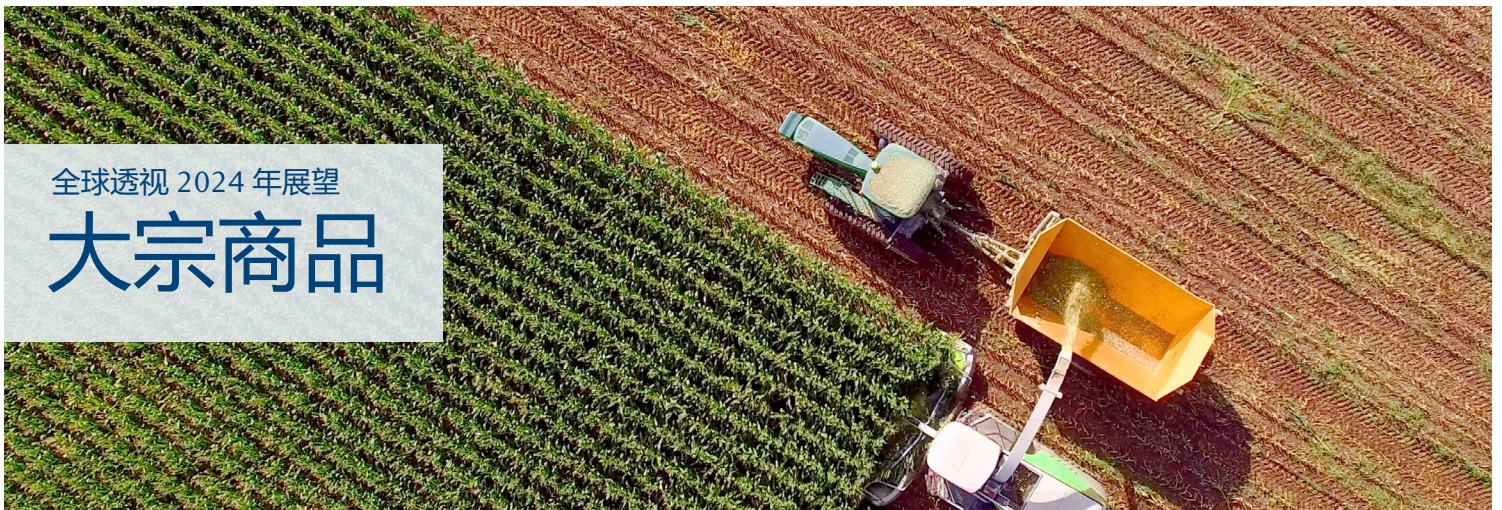
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 11 月 8 日

引力。其中一个亮点就是互联网行业。中国科技巨头的现金流依然强劲，流动性状况良好，为其稳健的信用状况奠定了基础。我们认为，在监管环境日趋宽松的情况下，这些企业强劲的独立基本面应能为其带来增长空间。这一点从最近该行业强劲的经营势头中就可见一斑。

**韩国金融业蕴含的潜在机遇。**韩国金融业一直面临着国内高通胀、利率上升、经济增长放缓以及房地产市场降温的压力。这些因素导致韩国金融业美元债券的表现逊于亚洲同行。韩国政府的支持措施在一定程度上缓解了这些问题，我们认为，即使面临不良贷款激增的情况，韩国银行的资本化水平也足以抵御损失。我们认为，韩国金融行业美元债券表现不佳，是逢低买入的机会，尤其是资本雄厚的银行。尤其是，我们青睐次级债券，因为它们的利差高于优先债券。

**2024 年亚洲新兴市场企业债券的发行量可能仍很低迷。**我们预计，2024 年亚洲新兴市场企业债券的新发行量将与 2023 年的水平相近，后者约为十年来的最低水平。这是外部去杠杆化所致，在新兴市场企业中，这种情况在亚洲最为明显。由于宏观不确定性阻碍了大型资本支出和投资计划，这些公司的大规模资金需求依然低迷。同时，银行和地方债券等国内融资渠道的价格也更具吸引力，对中国企业来说尤其如此。我们进一步预计，新发行的债券将倾向于投资级证券，反映出市场整体的风险厌恶情绪。我们认为，2024 年又将是亚洲新兴市场企业赎回未偿还债券的速度超过新发行债券速度的一年，这种态势将继续支撑市场。

**2024 年，我们仍青睐投资级信用债。**我们认为，尽管降息之路可能并不平坦，但到 2024 年，美国国债收益率预计将走低，这应会为亚洲信用债带来整体利好。在最近的市场波动中，亚洲投资级债券显示出了它的韧性。我们不看好亚洲高收益债券，我们认为，在宏观不确定性和担忧特殊风险的背景下，该资产类别的吸引力下降。由于利差估值的原因，我们倾向于缩短亚洲投资级债券的久期，我们看好这一具有韧性的债券类别具有吸引力的票息套利，但同时也寻求在估值逆转时限制潜在的业绩影响。



全球透视 2024 年展望

# 大宗商品

## 天然气：过剩

美国能源信息署预计，2024 年美国产量同比将实现较低个位数的增长，消费量将小幅下降。而此时的储量水平仍处于五年历史均值的上限。我们认为，在市场能够消化现有库存之前，这种过剩将制约价格表现。随着时间的推移，液化天然气出口需求的增长应有助于清除过剩的部分。

Richard Tan, CFA

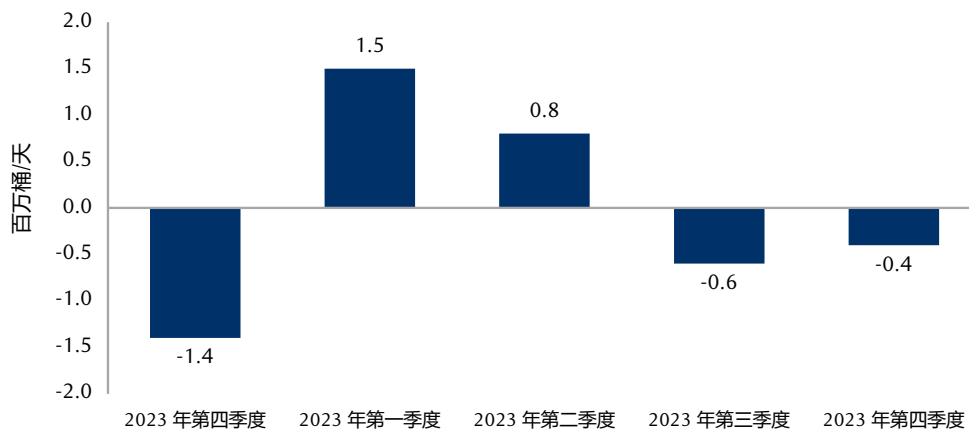
加拿大多伦多

## 原油：地缘政治

加拿大皇家银行资本市场认为，从近期来看，以哈冲突如果升级，可能会推动油价上涨，因为从历史标准来看，全球库存依然紧张。然而，如果考虑到欧佩克+闲置产能以及 2024 年上半年可能出现的适度供应过剩，这种反弹的持久性和可持续性可能较为短暂。美国重建储备和中国健康的进口需求应有助于支撑 2024 年的净需求。

## 预计 2024 年原油将在盈余和赤字之间游移

全球石油供需平衡预测



资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场、加拿大皇家银行财富管理；数据截至 2023 年 11 月 9 日

## 铜：逆风

明年，我们预计铜价将受到经济增长放缓、产量增加以及利率长期走高环境的制约。中国约占净需求的 50%，由于通胀、借贷成本上升以及许多开发商面临的困境，我们预计中国房地产市场仍将不温不火。此外，加拿大皇家银行资本市场预计，2024 年全球供应将过剩，并且过剩局面将持续到 2025 年。

## 黄金：过剩

在以哈冲突最初袭击发生后的几周内，全球不确定性和地缘政治风险上升，推动金价短暂回升至 2,000 美元/盎司关口上方。然而，我们认为，经济增长放缓加上产量过剩加剧，将成为 2024 年金价上涨的逆风。较高的实际利率实际上增加了持有黄金的机会成本。因此，我们认为，一旦实施宽松的货币政策，可能会为金价提供一定的支撑。

## 大豆：充满挑战

美国农业部预计，2023/24 产季全球产量和期末库存将上升到更高水平。在其他条件相同的情况下，我们认为全球大豆价格偏向下行。不过，必须承认的是，中国约占全球进口的 60%，因此我们认为，中国经济增长重新加速可能是大豆价格突破 18 个月低点的关键。

## 小麦：紧张

虽然小麦价格接近 18 个月区间的下限，但我们认为全球平衡趋紧可能成为中期价格上涨的催化因素。美国农业部预计，期末库存预计将达到 2015/16 产季以来的最低水平。然而，从 2023/24 产季来看，美国农业部预计全球产量、消费量和出口需求都将同比下降。

### 2024 年大宗商品预测

大宗商品	价格
天然气 (美元/百万英热单位)	\$3.50
原油 (WTI 美元/桶)	\$85.45
铜 (美元/磅)	\$3.88
黄金 (美元/盎司)	\$1,960
大豆 (美元/蒲式耳)	\$13.30
小麦 (美元/蒲式耳)	\$5.97

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场预测 (石油、天然气、铜和黄金)、彭博普遍预测 (大豆和小麦)；数据截至 2023 年 11 月 7 日



全球透视 2024 年展望

# 货币

## 美元：2024 年上半年继续走强

整个 2023 年美国经济数据展现出惊人的韧性。基准 10 年期美国国债收益率在 10 月触及 5% 的 15 年高点，帮助美元指数 (DXY) 在短暂触及年内最低点后反弹 7%。我们预计美元将在 2024 年上半年走强，因为相对于其他主要经济体而言，美国的经济表现相对较好，也因此美国债券收益率在 G10 国家中是最高的。我们预计，2024 年下半年美元将走弱，与市场预期的美联储降息时间相吻合。加拿大皇家银行资本市场指出，美国的财政赤字可能会对美元造成压力，但认为目前将预算赤字因素纳入美元表现还为时过早。

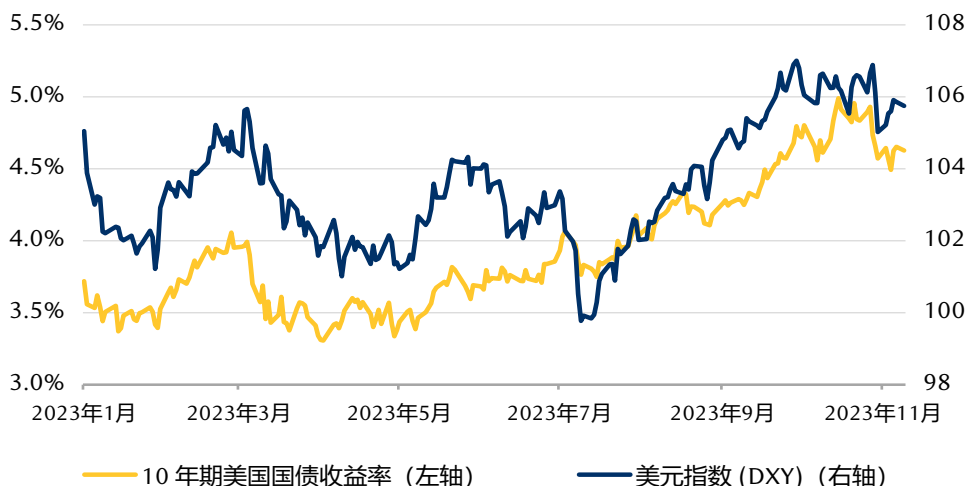
Nicolas Wong, CFA

新加坡

## 欧元：欧元区经济数据疲软

受欧元区疲软的经济数据和欧洲央行 10 月鸽派政策声明的拖累，欧元兑美元汇率 2023 年最终在 1.0450-1.1280 区间的中间位置交投。我们预计，欧元区 2024 年的

## 我们预计，由于美联储可能开始降息，美元将在 2024 年下半年走软



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 11 月 13 日

经济增长将落后于美国，欧元兑美元在 2024 年上半年将下跌至 1.02，随后回升至 1.08，主要原因是美元在 2024 年下半年总体疲弱。

### 加元：加拿大央行释放经济增长前景令人担忧的信号

加拿大央行在 10 月会议上采取了鸽派基调，因为此前的加息导致经济增长和就业数据疲软。加拿大皇家银行经济部预计，加拿大央行将继续按兵不动，维持 5% 的利率水平不变，并在 2024 年第三季度开始降息。加拿大皇家银行经济部认为，2024 年上半年加元将进一步疲弱，2024 年下半年会有所改善，前提是美联储降息预期将削弱美元。

### 英镑：基本面持续疲软

我们预计，2024 年英镑将表现不佳，因为英国央行降息的力度可能会超过投资者目前的预期，同时滞胀风险也会拖累英镑。加拿大皇家银行资本市场指出，需要英镑贬值来平衡英国可能长期面临的双赤字问题（财政赤字和经常账户赤字）。如果工党在 2024 年可能举行的大选中获胜，对欧洲采取更具建设性的态度可能带动英镑走强。

### 日元：因利率差异而表现疲弱

在美联储和日本央行货币政策分歧的推动下，美元兑日元从 3 月银行业紧张时期的低点 130 附近反弹至 2023 年第四季度的 151。尽管日本央行调整了收益率曲线控制政策，取消了 10 年期日本政府债券收益率的上限，但日元仍然走软。加拿大皇家银行资本市场预计，美元兑日元将在 2024 年下半年达到 154 的峰值，然后在 2024 年底降至 145。同时，需要关注的重要关口位置是 152，这是日本官员在 2022 年 10 月进行干预的汇率价位。

### 2024 年货币预测

货币	2024 年 12 月预测
美元指数	104.09
欧元/美元	1.08
美元/加元	1.31
英镑/美元	1.20
美元/日元	145.00

资料来源 - 加拿大皇家银行资本市场估计；数据截至 2023 年 11 月 13 日

## 研究来源

这份文件是由加拿大皇家银行财富管理投资咨询集团的全球投资咨询委员会创作完成。加拿大皇家银行财富管理投资组合咨询集团给致力于从事个人有价证券企业投资顾问、财务顾问提供有关的资产配置和投资组合构建的支援。

全球投资咨询委员会利用加拿大皇家银行投资策略委员会开拓的广阔市场前景，借助来自加拿大皇家银行投资策略委员会、加皇资本市场及第三方来源的研究资料，提供额外的投资策略和专题支持。

### 全球投资咨询委员会成员：

**Jim Allworth** – 联合主席；加皇多美年证券有限公司投资策略师

**Kelly Bogdanova** – 联合主席；加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国投资组合分析师

**Frédérique Carrier** – 联合主席；加拿大皇家银行欧洲有限公司董事总经理、投资策略主管

**Mark Bayko, CFA** – 加皇多美年证券有限公司投资组合管理主管

**Rufaro Chiriseri, CFA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司不列颠群岛固定收益主管

**Janet Engels** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国主管

**Thomas Garretson, CFA** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队固定收益高级投资组合策略师

**Ryan Harder, CFA** – 加皇多美年证券有限公司投资组合顾问团队固定收益投资组合顾问

### 其他全球透视作者

**Luis Castillo** – 加皇多美年证券有限公司投资组合顾问团队固定收益投资组合顾问

**Jasmine Duan** – 加拿大皇家银行投资服务（亚洲）有限公司投资策略师

**Nicholas Gwee, CFA** – 加拿大皇家银行新加坡分行投资组合经理

**Kennard Ling** – 加拿大皇家银行新加坡分行固定收益专家

**Thomas McGarrity, CFA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司不列颠群岛股票主管

加拿大皇家银行投资策略委员会，由来自个人，客户为中心的加拿大皇家银行包括投资咨询集团经营单位的资深投资专业人士组成。加拿大皇家银行投资策略委员会建立了广泛的全球投资前景和发展的具体的指导方针来管理投资。本委员会主席由注册金融分析师、加拿大皇家银行环球资产管理首席投资官 Daniel Chornous 担任。

**Patrick McAllister, CFA** – 加皇多美年证券有限公司投资组合咨询集团股票咨询和投资组合管理经理

**Alan Robinson** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国股票部高级投资组合顾问

**Michael Schuette, CFA** – 加拿大皇家银行资本市场有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队美国多资产投资组合策略师

**David Storm, CFA, CAIA** – 加拿大皇家银行欧洲有限公司商业智能及亚洲首席投资官

**Yuh Harn Tan** – 加拿大皇家银行新加坡分行全权委托投资组合管理及超高净值解决方案主管

**Joseph Wu, CFA** – 加皇多美年证券有限公司多资产策略投资组合经理

**Shawn Sim** – 加拿大皇家银行新加坡分行固定收益主管

**Sunny Singh, CFA** – 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队股票部加拿大股票投资组合顾问

**Richard Tan, CFA** – 加皇多美年证券有限公司加皇财富管理投资组合顾问团队股票部加拿大股票投资组合顾问

**Nicolas Wong, CFA** – 加拿大皇家银行新加坡分行亚洲及商业智能外汇主管

## 必要信息披露

### 分析师认证

本报告中表达的所有观点准确地反映相关分析师对任何和所有标的证券或证券发行者的个人观点。此处所列相关分析师的任何补偿均不会直接或间接地与该相关分析师在本报告中提出的具体建议或观点相关。

### 重要信息披露

在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券有限公司，后者为加皇资本市场的海外附属公司。本报告由加皇资本市场编写。加皇资本市场是加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此是加拿大皇家银行的关联发行人。

### 非美国分析师披露

参与撰写本报告的一名或多名研究分析员 (i) 并非于纽约证券交易所 (NYSE) 和/ 或美国金融业监管局 (FINRA) 或符合资格的研究分析员，且 (ii) 并非加皇财富管理的关联人士，因此他们未必受与目标公司通讯、公开露面及研究分析员所持账户的证券买卖的美国金融业监管局第 2241 条规则所规限。

如果是摘要报告（包括六家或更多家公司），加拿大皇家银行财富管理公司可能会选择提供重要的信息披露，作为参考。要获取当前披露的信息，客户应参考

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

[DisclosureLookup.aspx?EntityID=2](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2)，查看有关加拿大皇家银行财富管理公司及其附属公司的披露信息。此类信息亦可应请求提供，请按以下地址向加拿大皇家银行财富管理公司出版社索取：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

### 加拿大皇家银行资本市场市场评级分布

就评级分布而言，监管法规要求成员公司将评级确定为三种评级类型（购买、持有/中立或出售）之一，无论公司自己有何种评级类型。尽管加皇资本市场的“优于板块 (O)”、“持平板块 (SP)”和“逊于板块 (U)”与“购买”、“持有/中立”和“卖出”分别极为近似，但含义却不同，因为加皇资本市场的评级是在相对的基础上确定的。

### 评级分布 - 加拿大皇家银行资本市场股票研究

截至 2023 年 9 月 30 日

评级	数量	百分比	过去 12 个月内提供的 投资银行服务	
			数量	百分比
买入 [优于板块]	820	55.97	250	30.49
持有 [持平板块]	590	40.27	148	25.08
卖出 [逊于板块]	55	3.75	5	9.09

### 加拿大皇家银行资本市场有限股票评级系统说明

分析师所说的“板块”是分析师提供研究覆盖范围的公司组合。因此，为特定股票指定的评级仅代表分析师对该股票相对于分析师的板块平均值在今后十二个月表现的看法。

**优于板块 (O)**：预期未来12个月的回报大幅跑赢板块平均数。

**持平板块 (SP)**：预期未来 12 个月的回报与板块持平。

**逊于板块 (U)**：预期未来 12 个月的回报大幅跑输板块平均数。

**受限制 (R)**：当加拿大皇家银行在某些合并或其它战略交易中担任顾问以及在某些其它情况下，加拿大皇家银行的政策禁止包括投资建议在内的某些沟通。**未评级 (NR)**：由于加拿大皇家银行资本市场充当该公司顾问时的适用法律、监管或政策限制，评级、价格目标和预测已被剔除。

**风险评级**：投机性风险评级反映证券的财务或营运可预测度较低、股份交易量流动性低、资产负债表杠杆程度高或营运历史有限，致使财务及/获股价波动性预期较高。

### 估值和目标价实现障碍

当加拿大皇家银行资本市场在研究报告中为一家公司指定价值时，美国金融业监管局 (FINRA) 规则和纽约证券交易所 (NYSE) 规则（均纳入“美国金融业监管局规则说明”）要求对估价基础和获得估价障碍作出描述。在适用情形中，有关资料将分别载于研究报告中的“估值”及“目标价实现障碍”的章节中。

负责编写本研究报告的分析员根据不同因素收取酬金，包括加皇资本市场及其附属公司的总收益，其中部分收益是加皇资本市场及其附属公司的成员公司的投资银行活动所产生。

## 其他信息披露

在我们的全国研究资料提供者的协助下编写。加拿大皇家银行财富管理公司编写了本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据或至少部分根据我们的第三方通讯记者研究服务提供的资料。我们的第三方通讯记者已经给予加拿大皇家银行财富管理公司将其研究报告用作来源资料的一般许可，但尚未审查或批准本报告，亦未收到报告发布的通知。我们的第三方通讯记者可能不时在此处提及的证券中担任长期或短期职务、进行证券交易和买卖。我们的第三方通讯记者可能不时在本报告中提及的任何公司提供投资理财或其他服务或向此类公司索取投资理财或其他业务。

加拿大皇家银行财富管理公司努力作出所有合理的努力在海外法律管辖区当地时区同时向所有合格的客户提供研究。在某些投资咨询账户中，加皇财富管理或指定第三方可能会担任我们的客户的托管经理，并将在收到本报告时为此等账户展开本报告所述的证券交易。此类交易可能在您收到本报告之前或之后发生，并可能对进行交易的证券市价发生短期影响。加拿大皇家银行财富管理公司的研究刊载在我们的专有网站上，以确保合格的客户按时收到初始评估报告以及评级、目标价格和观点变化。其他分发文件可能由销售人员通过电子邮件、传真或普通邮件发送。客户亦可能通过第三方供应商收到我们的研究报告。请与我们的加拿大皇家银行财富管理公司财务顾问联系，了解有关加拿大皇家银行财富管理公司研究的进一步详情。

**冲突披露：**加皇财富管理是在美国证券交易委员会注册的经纪商/自营商及投资顾问机构，可提供券商和投资顾问服务。加拿大皇家银行财富管理公司投资研究相关利益冲突管理政策可在我们的网站上获取：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>。关于与我们的投资咨询业务有关的利益冲突，请参阅本行的 AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件。可应请求通过您的财务顾问提供任何此类文件的副本。我们保留在任何时候修改或增补此项政策、AVD 表格附录 1 第 2A 部分或加皇咨询计划披露文件的权利。

本报告的作者隶属于以下实体之一：加皇财富管理（美国）（加皇资本市场有限公司下属部门，加皇资本市场有限公司为一家证券经纪自营商，主要办公地点位于美国纽约和明尼苏达州）、加皇银行多美年证券公司（一家证券经纪自营商，主要办公地点位

于加拿大多伦多）、加皇投资服务（亚洲）有限公司（加皇多美年证券公司子公司，一家证券经纪自营商，主要办公地点在中国香港），以及加皇欧洲有限公司（一家有执照的银行，主要办公地点在英国伦敦）。

## 第三方免责声明

全球行业分类标准（“GICS”）是由摩根士丹利资本国际公司（“MSCI”）及标准普尔金融服务有限公司（“S&P”）开发并独家拥有的，加拿大皇家银行已获得发牌使用上述分类标准。MSCI、S&P 或任何参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的其他方概不对相关标准或分类（或使用相关标准或分类获得之结果）作出任何明示或暗示的保证或声明，所有相关方特此明确卸弃所有涉及上述任何标准或分类的独创性、准确性、完整性、适销性或特定目的合适性方面的保证。在不限制前述任何规定的原则下，MSCI、S&P 及其任何关联方或参与制作或编撰 GICS 或任何 GICS 分类的任何第三方，在任何情况下都不对任何直接、间接、特别、惩罚性、相应而生的或任何其他损害（包括利润损失）承担任何法律责任，即使已获悉发生该等损害的可能。

## 免责声明

本报告中包含的信息由加拿大皇家银行资本市场有限责任公司分部加拿大皇家银行财富管理公司根据据信可靠的来源撰写而成，但加拿大皇家银行、加拿大皇家银行财富管理公司及其关联公司或任何其他人士对此类信息的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。报告中的所有观点和推测为加拿大皇家银行财富管理当天的判断，谨供投资者参考，不负有法律责任，如有变更，恕不另行通知。以往我们所取得研究成绩并不能保证未来的投资回报，也无法避免原始资本可能遭受损失。加拿大各省、美国各州和世界上大多数国家均制定了监管可向自己的居民出售的证券和其他投资产品类型以及销售程序的法律。因此，本报告中讨论的证券可能没有资格在某些司法管辖区销售。在任何情况下，本报告都不能作为任何辖区的，任何不具备法律资格进行交易的个人或机构的投资分析建议，也不能作为法律、会计、税务、个人投资的依据。本报告的任何内容不得作为法律、会计或税务建议或是针对个人投资的建议。本材料供普通客户阅读使用（包括加拿大皇家银行分支机构），并没有考虑某个具体读者的特殊情况和需要。其中的投资或服务未必适合您，如果您对投资分析或服务的适用性存有疑虑，建议您咨询独立的投资顾问。在法律允许的最大范围内，加拿大皇家银行及其任何附属公司或任何其他人士均不对任何因使用本报告或其所含信息引起的直接或间接损失承担任何责任。未经加拿大皇家银行事先书面同意，在任何情况下本文件所载内容不得以任何形式翻印或复制。在美国，加皇财富管理是加皇资本市场有限公司的一个部门，而在加拿大，加皇财富管理包括但不限于加皇多美年证券公司，后者为加皇资本市场有限公司的海外附属公司。本报告由加皇资本市场有限公司编写。可应请求提供其他信息。

**致美国居民：**本出版物经加皇资本市场有限公司批准。加皇资本市场有限公司系纽约证券交易所/美国金融业监管局/证券投资者保护委员会

员，是一家在美国注册的经纪自营商，对本报告及其在美国的传播承担责任。“加拿大皇家银行资本市场有限责任公司”是“加拿大皇家银行”间接管理的全资子公司，也是加拿大皇家银行的相关发行人。任何本报告的美国收件人，若其并非一家注册经纪自营商或以经纪商或自营商身份开展业务的银行，且希望了解有关本报告中所讨论的任何证券的更多信息，或对该等证券进行任何交易，应联系加皇资本市场有限公司，并与之下达订单。国际投资会涉及在美投资常见风险以外的风险，包括汇率波动、涉外税负、政治不稳定性以及不同的会计标准。

**致加拿大居民：**本出版物经加皇多美年证券有限公司批准。加皇多美年证券有限公司\* 是加拿大皇家银行附属的独立企业实体。\* 加拿大投资者保护基金组织 (CIPF) 会员。© 加拿大皇家银行注册商标。经许可使用。加拿大皇家银行财富管理是加拿大皇家银行的注册商标，经许可使用。

**加皇财富管理（不列颠群岛）：**本出版物由加拿大皇家银行欧洲有限公司和加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司发行。加皇欧洲有限公司由审慎监管局授权，并受金融市场行为监管局 (FCA) 和审慎监管局监管 (FCA 注册号: 124543)。注册地址: 100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK. 加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司在泽西岛的投资业务由新泽西金融服务委员会监管。注册地址: Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands.

**致从加拿大皇家银行香港分行收到此信息的人士：**本文件由加拿大皇家银行香港分行在香港分发，该分行受香港金融管理局和证监会监管。本文件不得在香港向非《证券及期货条例》（第571章）以及根据该条例制定的任何规则定义的“专业投资者”的投资者分发。本文件仅作一般

发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。以往的业绩不能代表未来的业绩。警告：本文件的内容未经香港任何监管机构审核。建议投资者谨慎投资。如果您对本文件的任何内容有疑问，您应该寻求独立的专业建议。

**致从加拿大皇家银行新加坡分行收到此信息的人士：**本出版物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行系取得金融管理局资格的注册实体。本出版物不得在新加坡向非“合格投资者”和“机构投资者”（根据新加坡 2001 年证券及期货法定义）的投资者分发。该出版物仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。建议您在购买任何产品前，向财务顾问寻求独立的意见。如果您没有获得独立的意见，您应该考虑产品是否适合您。以往的业绩不能代表未来的业绩。如果您有任何关于本出版物的问题，请联系加拿大皇家银行新加坡分行。

© 2023 加拿大皇家银行资本市场有限公司 - NYSE/FINRA/SIPC成员

© 2023 加皇多美年证券有限公司 - 加拿大投资者保护基金成员

© 2023 加皇欧洲有限公司

© 2023 加拿大皇家银行

保留所有权利

加拿大皇家银行 1524



Wealth  
Management  
财富管理