

全球 透视



Wealth
Management
财富管理

来自全球投资咨询委员会的观点

2023 年 11 月

股票市场正在进入人工智能时代吗？

对生成式人工智能的热情帮助推动了 2023 年股市的上涨。我们着眼于这一潜在变革性技术的推出所带来的投资影响。

Joseph Wu, CFA | 第 4 页

本期内容



全球股票
同一枚硬币的两面



全球固定收益
现在我们拭目以待



美国经济衰退记分卡
不同月份，相同状态

制作时间：美国东部时间 2023 年 11 月 3 日下午 12:56；发布时间：美国东部时间 2023 年 11 月 3 日下午 1:30

有关重要且必需的非美国分析师披露信息，请参阅[第 19 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。

目录

4 每月焦点：股票市场正在进入人工智能时代吗？

对生成式人工智能的热情帮助推动了 2023 年股市的上涨。我们着眼于这一潜在变革性技术的推出所带来的投资影响。

11 全球股票：同一枚硬币的两面

总体而言，债券收益率飙升在几个方面给投资者带来了好消息。但它们也给股票投资者带来了负面影响。我们对这些相互矛盾的叙事的评估使我们在全球投资组合中保留了对股票的市场权重布局。

13 全球固定收益：现在我们拭目以待

加息行动看起来已经结束，政策制定者可能会转向风险管理模式。鉴于这种背景，我们会考虑主权债券收益率的涨幅可能有多高，以及投资者应该如何行动。

15 美国经济衰退记分卡：不同月份，相同状态

由于一些数据尚未公布，过去一个月没有发生足够的变化，因此需要调整对记分卡上七个美国经济衰退指标的定位。

市场透视

3 加拿大皇家银行投资观点

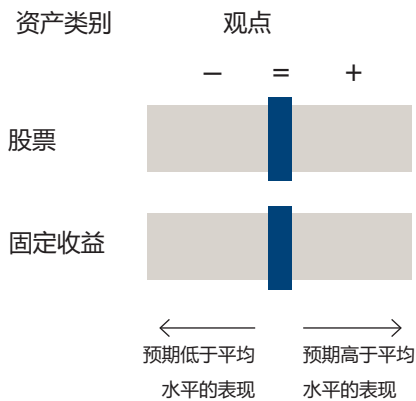
11 全球股票

13 全球固定收益

15 美国经济衰退记分卡

加拿大皇家银行投资 观点

全球资产类别观点



(+/-) 系指全球投资咨询委员会 (GPAC) 对未来 12 个月投资期的观点。

+ 增持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能优于平均水平。

= 市场权重意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能较为平均。

- 减持意味着该资产类别或该地区相对于其他资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

股票

- 美国国债收益率飙升三个月与股市回调三个月同时发生。标普 500 指数和 MSCI 全国家世界指数 (美国除外) 较 7 月底的峰值分别下跌 8.6% 和 11.9%。最近, 此前提振标普 500 指数表现的七只大型科技相关股票已经回落, 这也给该指数增添了压力。
- 我们认为, 未来 12 个月的回报将主要取决于美国经济是陷入衰退还是实现软着陆。虽然领先经济指标发出的信号仍是好坏参半, 但实际上有证据表明, 美联储激进加息行动的滞后效应可能会在未来几个季度抑制消费者支出。
- 我们总体上将维持股票的市场权重布局, 从而努力平衡美国经济衰退的风险与避免衰退的可能性。我们建议将投资组合倾向于股市中更优质的部分, 包括拥有具韧性的资产负债表、可持续的股息和可靠的现金流生成的公司。

固定收益

- 全球收益率 10 月再创新高, 彭博全球综合债券指数平均收益率达到 4.3% 的峰值, 为 2008 年以来的最高水平。目前, 大多数主要央行可能已经或即将结束各自的加息周期, 因为政策制定者试图平衡过度加息带来的经济风险和过少加息带来的通胀风险。由于市场重新定价 2024 年有更少的央行降息, 较长期主权债券收益率已大幅走高, 但我们认为收益率将在第四季度达到顶峰, 然后在明年下降。
- 由于收益率仍接近多年高点, 我们仍维持对美国固定收益的市场权重立场。尽管美国的经济风险有所消退, 但全球经济衰退的风险仍然很高。因此, 我们总体上继续保持减持企业信用债的立场, 并略微偏向政府债券。

每月
焦点



Joseph Wu, CFA

Toronto, Canada
joseph.wu@rbc.com

股票市场正在进入人工智能时代吗？

两种截然不同的动态塑造了 2023 年的股市：虽然少数几家与科技相关的巨头贡献了大部分涨幅，但市场其他部分的走势却不温不火。这一趋势的关键驱动力是生成人工智能的出现。不过，尽管股市对人工智能充满热情，但潜在的变革性技术往往给投资者带来的问题多于答案。

重点：

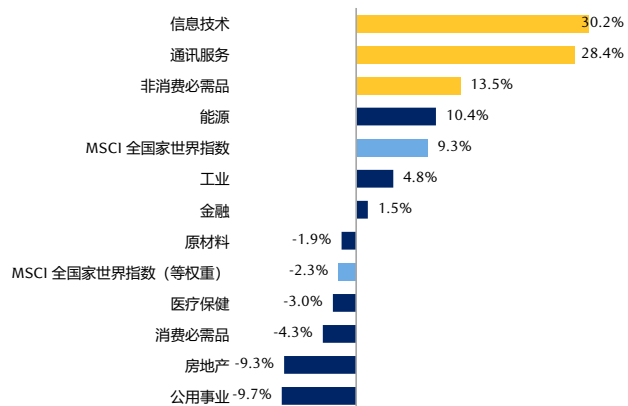
- 人工智能技术的变革潜力几乎遍及所有行业，但确定长期赢家充满挑战。
- 个人电脑和互联网的出现为人工智能的采用如何渗透到经济和市场提供了经验教训。
- 由于市场对人工智能的推出做出反应，严格的多元化可以帮助投资者防范意外风险。

表现非常参差不齐的一年

从高位水平来看，2023 年是股市回报丰厚的一年。今年迄今为止，MSCI 全国家世界指数和标普 500 指数的总回报率分别上涨了约 9% 和 13%，超过了过去 25 年各自 8.4% 和 9.3% 的平均年涨幅。然而，表面之下的趋势表明，大部分高于平均水平的涨幅仅是由三个行业板块推动的。

人工智能相关行业板块引领潮流

年初至今按股票行业板块划分的总回报率



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 10 月 19 日；回报计算基于 MSCI 全国家世界行业板块指数系列。

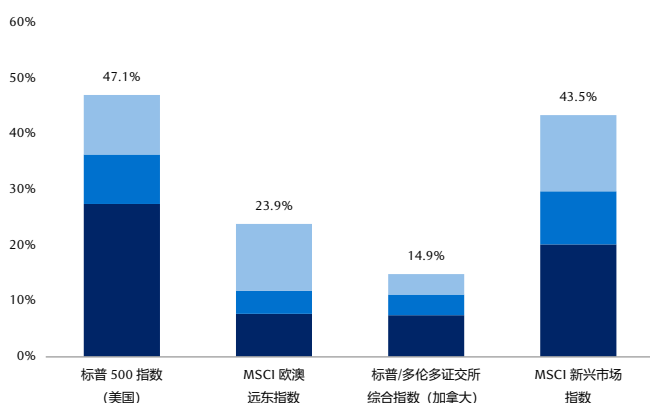
股票市场正在进入人工智能时代吗？

推动这三个行业板块的一个共同因素是人们对人工智能技术的兴趣日益浓厚，最近的重大突破引发了一波市场乐观情绪，人们对信息技术、通信服务和非必需消费品行业的很多公司将出现新的持久增长前景感到乐观。

美股在今年大部分时间的表现一直遥遥领先，因为美股市场为那些被认为是加速人工智能建设的主要受益者的公司提供了更多敞口。这些公司包括从提供基础硬件和基础设施（如半导体芯片和数据中心）的公司到设计软件和提供相关服务（包括最终用户应用程序和云计算）的公司等。

权重很重要

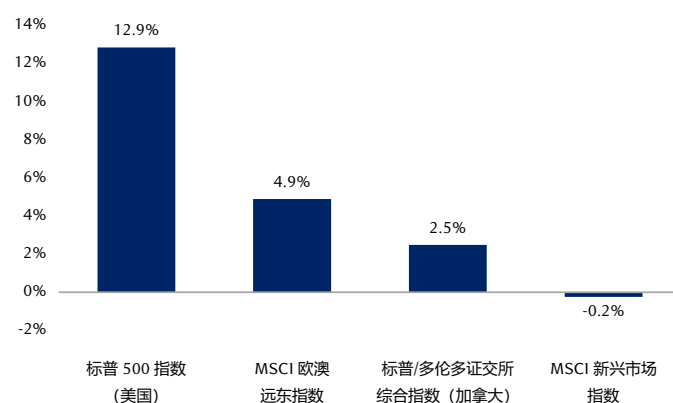
2023 年领先行业板块占全球股票指数的比例



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社、摩根士丹利资本国际 (MSCI)、标准普尔道琼斯；数据截至 2023 年 9 月 30 日

地区表现也参差不齐

年初至今的总回报



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社、摩根士丹利资本国际 (MSCI)、标准普尔道琼斯；数据截至 2023 年 10 月 19 日

生成式人工智能的前景

人工智能技术被认为具有巨大的前景，因为它们被认为具有几乎影响每个行业的能力。通用技术的一个决定性属性在于其在所有经济部门广泛应用的能力。

例如，考虑一下 ChatGPT，它是“Chat Generative Pre-trained Transformer”的缩写，这是一种生成式人工智能应用程序，可以产生惊人的类人对话。ChatGPT 的人工智能在使用来自互联网的大量文本数据进行训练后，采用自然语言处理算法，使其能够分析、操作和生成文本以响应人类用户的输入。

ChatGPT 和其他生成式人工智能聊天机器人在提高生产力方面的潜力促使很多行业的公司探索在其业务中部署和集成这些技术的不同方式。

股票市场正在进入人工智能时代吗？

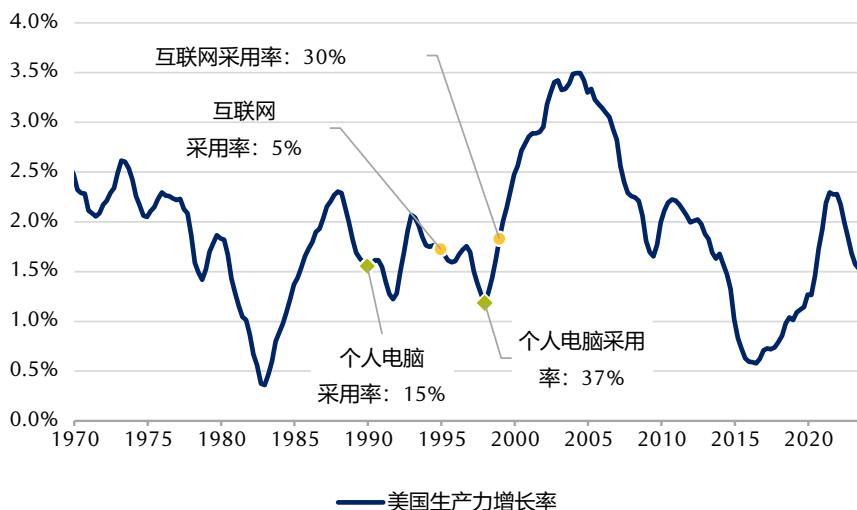
然而,文本只是生成式人工智能故事的一个分支。类似的“深度学习模型”日新月异,延伸到图像、音频、视频和软件编码领域,这里仅强调几种模式。这些进步最终可能为所谓的“多模式”生成式人工智能铺平道路,与仅限于单一数据模式的当前模型相比,能够实现更强大的功能和更广泛的应用。

个人计算机和互联网等其他近期通用技术的出现提供了关于人工智能采用如何渗透到经济和市场的三个潜在见解:(1) 这些技术需要时间获得广泛接受;(2) 采用可能会涉及几波创新;(3) 评估长期的赢家和输家很困难。

个人电脑和互联网于 1970 年代末和 1980 年代初问世。但由于花了几十年的时间才建立起足够的用户群,美国经济直到 1990 年代后半叶才看到这些创新推动生产力的提高,这一趋势一直持续到 2000 年代中期。

美国生产力呈波浪式增长

五年滚动平均值, 同比



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社、美国人口普查局、世界银行; 数据截至 2023 年 6 月 30 日

在此期间,股市出现了明显的繁荣-萧条循环,投资者首先对生产力提高及其对利润的假定积极影响持有越来越乐观的看法,然后由于实现预期效益的时间比最初预期长,他们的预期也随之降低。尽管 1997 年到 2005 年生产力取得了显著且持久的改善,但最初对盈利能力的乐观预测最终被证明高得不切实际且为时过早。这可以部分归因于所谓的“杀手级应用”——足以影响商业和消费趋势的创新产品,为持久的商业模式奠定基础,这通常需要时间才能从新兴技术发展起来。

在个人电脑/互联网时代,搜索引擎成为关键的杀手级应用程序,但 Google 直到 2000 年代初才真正大踏步前进,大约 5 到 10 年后,个人电脑和互联网才进入快速采用阶段。同样,在移动设备时代,社交网络和即时通讯平台(众多应用程序之一)这两个主要的移动设备创收应用,在 2007 年第一代 iPhone 发布后,花了 5 年多的时间才获得关注。

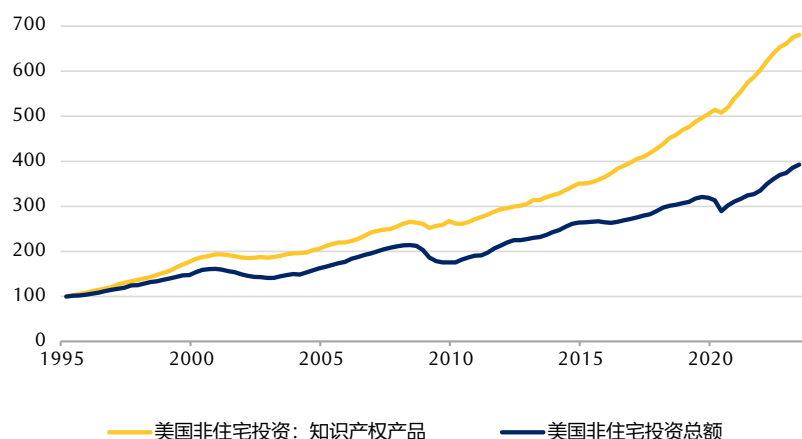
股票市场正在进入人工智能时代吗？

在人工智能采用的最初阶段，直接受益者包括半导体行业和现有的大型科技公司，这些公司已经实现了高利润并产生充沛的现金流，使它们能够在人工智能领域进行大量投资。更难识别的是随后的创新浪潮中将会出现的机会，这些机会将催生新业务并颠覆各个行业的现有运营商。

在我们看来，由于全球经济继续数字化并通过减少对物理结构和设备的依赖而变得更加高效，这些雄心勃勃的期望将强化企业将资本支出重新调整为“软投资”的近期趋势。2023 年第二季度，美国企业对知识产权的投资按年计算达到近 1.5 万亿美元，在过去十年中翻了一番多。2010 年以来，知识产权投资年均增长 7.5%，轻松超过整体商业投资 5.7% 的增速。

向“软资本支出”的结构性转变

自 1995 年以来美国企业年度投资支出（指数调整为以 1995 年 1 月 1 日 = 100 为基准）



资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 6 月 30 日

投资环境中的颠覆性技术

今年股市的上涨主要是由少数股票推动的，原因是与人工智能主题相关的兴奋情绪日益高涨。这种对科技型公司的热情在一定程度上似乎是有根据的。我们看到这个领域的很多大型公司资源充足且基本面良好，其强劲的资产负债表、持续的增长和强劲的盈利能力凸显了这一点。我们认为，可持续竞争优势带来的可靠、强劲的现金流生成使这些公司能够从人工智能的发展中获得比同行更多的利益，至少在早期阶段是这样。

尽管如此，今年股市上涨头重脚轻的性质意味着，很多持有多元化投资组合的投资者所获得的回报跟不上大盘市值加权指数的步伐，而大盘市值加权指数的价值在很大程度上受到成分股表现的影响。

当股市充斥着引人入胜的故事时，投资者的预期往往会超出预期，而那些视为受益者的公司其股价的上涨势头可能会比一些投资者认为合理的势头更强劲、更持

股票市场正在进入人工智能时代吗？

久。历来的市场周期表明，当某些股票上升到更高的高度时，推动资本涌入某些股票的反馈循环也可能朝相反的方向起作用。

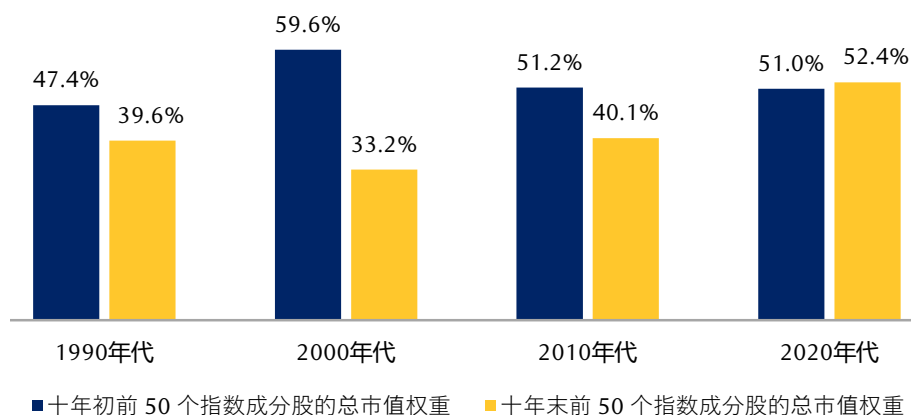
虽然我们认识到人工智能的广泛应用在提高经济和企业盈利的长期增长轨迹方面具有变革潜力，但这些发展的规模和时机本质上具有不可预测性和不确定性。为新技术奠定基础，以可持续地构建新的应用程序、产品和服务并实现货币化，通常需要比投资者最初预期更多的时间。

人工智能平台控制权可能趋于集中也可能引发监管审查。此外，人工智能还面临着很多棘手的问题，包括数据隐私、版权、社会偏见的放大，以及“幻觉”现象——人工智能模型生成的内容看似非常合理和有说服力，但没有现实基础。

还有一点需要牢记的是，即使是最大的公司也可能会看到它们曾经占据主导地位的指数股票随着时间的推移而消失，因为在随后的经济周期中会出现新的领跑者。在任何十年中跻身最高梯队并不能确保在下一个十年继续取得成功。

每个时代的领导者往往都会感受到地心引力

标普 500 指数



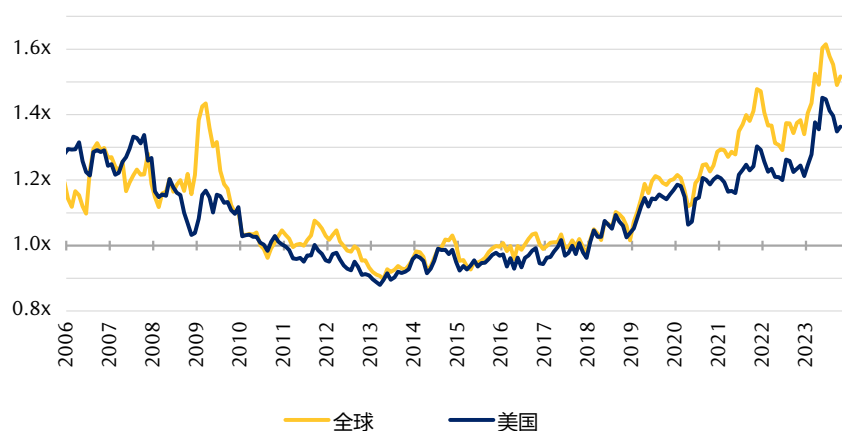
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；2020 年代至 2023 年 9 月 30 日的数据

股票市场正在进入人工智能时代吗？

我们坚信人工智能是一个重要的投资主题，具有多年的发展前景。但是，与之前的创新一样，我们也认为，在数十年的采用和货币化道路上，与人工智能主题相关的一些过度行为可能会在股市中显现出来。由于美国 and 全球信息技术板块目前的估值较大盘溢价 30% 至 50%，市场似乎已经考虑到了利润增长放大的前景。虽然我们认为颠覆性技术获得溢价并非不合理，但我们要指出的是，高估值公司必须不断展示和捍卫其竞争优势，以保持这样的估值。人工智能军备竞赛似乎引发了资本支出热潮，但哪些公司的资本配置将在利润中得到回报以及何时实现仍然是一个悬而未决的问题。

最近一轮反弹使科技股估值大幅上涨

信息技术板块与大盘的相对远期市盈率



注：基于相对于标普 500 指数（美国）的标普 500 信息技术指数以及相对于 MSCI 全国家世界指数（全球）的 MSCI 全国家世界指数信息技术指数。

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；数据截至 2023 年 10 月 19 日

我们注意到，目前全球股市对未来 12 个月盈利的普遍预测并不比年初高出多少。这意味着，2023 年股市的大部分涨幅都是由估值倍数扩张推动的。全球信息技术板块的情况也是如此，该板块目前对应约 25 倍的 12 个月远期盈利预期，高于今年年初时的近 20 倍。

企业盈利增长可能会更加困难，难以兑现目前股价中所体现的更乐观的情绪。为了验证这种估值扩张，生成式人工智能不仅必须彻底改变企业，还必须将积极的投资情绪转化为可持续的盈利流。

保持更广阔的视野

在今年领涨股范围很狭窄的背景下，我们将强调在股票投资组合内采取严格的多元化方法的重要性。诚然，多元化有时会令人沮丧，因为它需要在风险和回报之间进行权衡。保持适当的多元化投资组合本质上意味着始终拥有一些表现不佳的

股票市场正在进入人工智能时代吗？

资产，但当市场领导者最终轮换时，这种对不太受欢迎的细分市场的投资可以提高投资组合的表现——就像往常一样。

这种方法可以帮助投资者防范因过度集中于单一股票或一组类似持股而产生的潜在意外风险（以及令人不快的意外），同时调整投资组合以应对更广泛的长期潜在结果。

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华
jim.allworth@rbc.com

同一枚硬币的两面

自 7 月底以来, 债券收益率上涨, 10 年期美国国债收益率上涨 88 个基点, 涨幅为 22%; 而股票下跌, 标普 500 指数下跌 8.3%。标普 500 指数每股盈利为 219 美元, 与市场对全年的普遍预期基本持平。这意味着标普 500 指数的市盈率也缩水约 8%, 从仲夏时的过去 12 个月市盈率高达 21 倍, 降至如今的 19 倍。我们认为, 估值偏低, 但远非具有吸引力。

以目前的价格来看, 美股要想在一年内看起来具有吸引力, 就需要买入华尔街对明年盈利高得多的普遍预期, 目前为 246 美元 (同比增长 12%)。这一估计所依据的预测盈利和销售增长意味着, 又是美国 GDP 强劲增长的一年。这与我们对明年经济衰退的预期背道而驰, 也与世界大型企业联合会的首席执行官调查和《首席执行官》杂志的月度调查显示的首席执行官对经济走向的负面信心不断恶化不符。

也就是说, 直接的经济恶化通常伴随着经济衰退而来, 即 GDP 负增长、失业、收入下降, 但这些都还没有出现。我们认为, 只要软着陆的希望没有被明确的负面数据浇灭, 就仍有可能打开一条看似合理的股价上涨之路。

在陷入通常的季节性疲软的夏末 / 初秋时期后, 标普 500 指数在 10 月底果断地从重要技术支撑位反弹。季节性因素正在发挥助力作用, 因为从历史来看, 11 月和 12 月这段时期是股市表现最好的两个月, 这通常是由于随着财报季的推进, 企业回购窗口重新开放。

从指数来看, 其他地区 (欧洲、加拿大和日本) 的股票估值更低。但最新数据强烈表明, 欧洲可能已经陷入衰退, 而加拿大

股票观点

地区	当前
全球	=
美国	=
加拿大	=
欧洲大陆	-
英国	=
亚洲 (日本除外)	=
日本	+

+ 增持; = 市场权重; - 减持

资料来源: 加拿大皇家银行财富管理

的经济增长也好不到哪里去, 自 5 月以来月度 GDP 没有增长。尽管经济前景疲软, 欧洲和加拿大股市与标普 500 指数同步走高, 英国和日本股指也是如此。

从投资者的角度来看, 固定收益的收益率攀升在两个方面都是好消息。十多年来, 债券收益率受到央行应对全球金融危机、欧洲主权债务危机和新冠疫情影响的极端政策的抑制。由于当时债券收益率非常低, 为了实现长期财务目标, 很多投资组合投资者增加了股票敞口 (逾 60% 的标普 500 指数公司的股息收益率一度高于 10 年期美国国债利率), 或寻求更高收益 (风险更高) 的固定收益工具。如今, 政府和投资级企业债券的收益率已回升至我们认为可以使财务计划在风险较小的资产配置方面发挥作用的水平。

其次, 债券收益率走高开始给美联储和其他央行带来很大的压力, 因为它削弱了住房、信贷驱动的支出和企业资本支出的前景, 在一定程度上可能会导致本已下降的通胀率进一步下降, 而无需迫使央行进一步加息。

全球股票

然而, 从股票投资者的角度来看, 较高的债券收益率会带来一些负面影响。债券收益率上涨通过提高适当的贴现率来降低一美元未来盈利的现值。例如, 按照 2.5% 的利率 (新冠疫情之前的 10 年期美国国债收益率), 10 年后一美元盈利的现值为 78 美分。但如果债券收益率上升到 5%, 一美元盈利的现值就会下降 22%, 仅为 61 美分。

债券收益率上升还会推高借贷成本和现有债务的持有成本, 从而减少家庭可支配收入并给企业利润带来压力。

优质债务工具的更佳回报也给预期股票回报带来了更激烈的竞争, 尤其是在后者可能在估值过高的情况下苦苦挣扎, 而 2024 年的经济 / 盈利前景似乎乌云密布时。

我们认为, 尽管目前存在利率大幅上涨和信贷条件收紧的压力, 但未来 12 个月的股市回报将在很大程度上取决于美国经济是陷入衰退还是实现软着陆。我们的[美国经济衰退记分卡](#)倾向于前者, 但尚未明确关闭获得更良性结果的大门。

目前, 对于全球投资组合, 我们将维持对股票的市场权重布局, 从而努力平衡美国经济衰退的风险与避免衰退的可能性。我们建议将投资组合倾向于我们认为的股市中更优质的部分, 包括那些拥有具韧性的资产负债表、可持续的股息和可靠的现金流生成的公司。

全球 固定收益



Thomas Garretson, CFA

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

现在我们拭目以待

终于，我们现在完全预计我们所关注的主要地区（美国、加拿大、英国和欧洲）各自的加息行动已经结束。

当然，通胀将继续推动政策制定者的决策。但我们认为，由于通胀轨迹目前坚定地朝着正确方向发展，政策制定者将转向更加谨慎的风险管理模式。

我们已经看到很多美联储政策制定者的情绪发生了显著转变，他们宣称自己有能力采取“观望”态度，而美联储主席鲍威尔明确表示美联储计划“谨慎行事”。从今年最后一个季度到 2024 年，其他全球央行可能会遵循类似的思路。

不过，尽管加息可能已经结束，但这并没有阻止全球主权债券收益率大幅上涨，在某些情况下甚至达到十多年来的最高水平。

我们认为，长期债券收益率的上升与对进一步加息的担忧或通胀再度加速的风险无关。相反，它只是反映了市场重新定价的

固定收益观点

地区	政府债券	企业信用债	久期
全球	+	-	5-7
美国	+	-	3-10
加拿大	=	+	3-7
欧洲大陆	=	-	5-10
英国	=	-	5-10

+ 增持；= 市场权重；- 减持

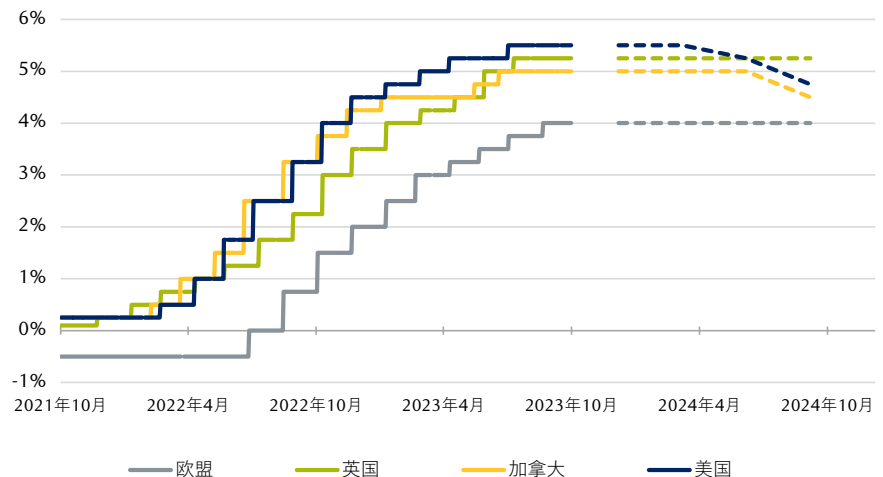
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

思路，即央行确实可能将短期政策利率维持在较高水平的的时间比市场此前预期的更长。

就美国而言，基准 10 年期美国国债收益率自 2007 年以来首次突破 5%，目前较 6 月约 3.75% 的水平上涨超过 100 个基点。当时市场预计美联储将在明年底降息至 3.75% 左右；今天，市场预计美联储届时将降息至 4.75%，类似增长 100 个基点。

利率可能已经见顶，但这种情况会持续多久？

央行政策利率



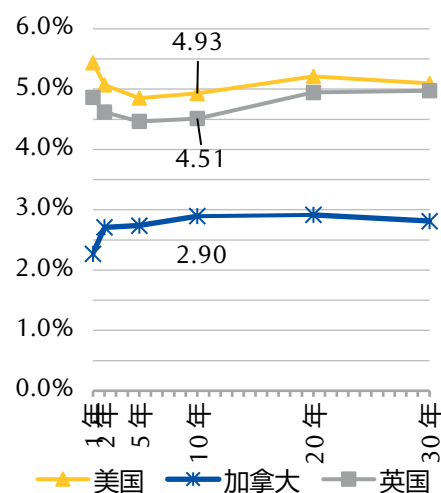
资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理、彭博社；虚线表示加拿大皇家银行资本市场的预测

全球固定收益

就收益率的涨幅而言, 我们仍然认为目前 5.33% 的有效联邦基金利率是一个合理的指引。自 1990 年代末以来, 10 年期美国国债收益率往往与联邦基金利率峰值处于同一水平。尽管如此, 我们认为, 由于今年剩余时间和 2024 年经济增长担忧重新出现, 美国国债收益率将开始小幅走低。

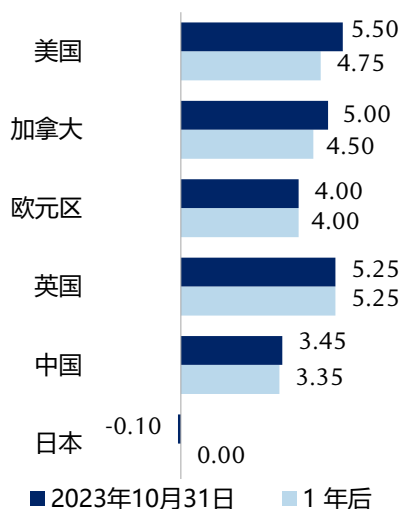
对于债券投资者来说, 我们认为近期收益率上升是投资该资产类别和重新配置当前投资组合的另一个机会。但在近期上涨之后, 我们需谨记, 收益率上涨来得快去得也快。

主权债券收益率曲线



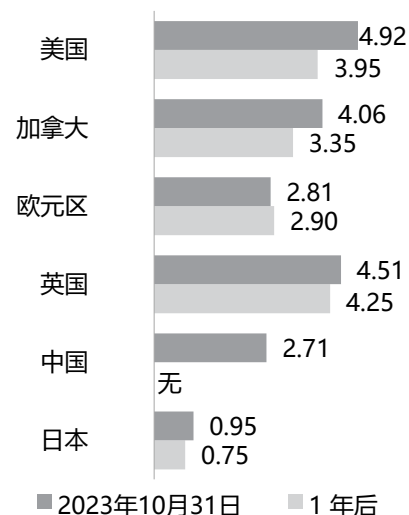
资料来源 - 彭博社; 数据截至 2023 年 10 月 31 日

央行利率 (%)



资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、加拿大皇家银行资本市场预测、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

10 年期利率 (%)



注: 欧元区使用德国国债。
资料来源 - 加拿大皇家银行投资策略委员会、全球投资组合咨询委员会、加拿大皇家银行环球资产管理

美国经济衰退 记分卡

不同月份，相同状态

由于一些数据尚未公布，过去一个月没有发生足够的变化，因此需要调整对记分卡上七个美国经济衰退指标的定位。

我们认为，到目前为止被评为完全负面的两个指标从发出负面信号到经济衰退开始的平均时间差距表明，经济衰退早在刚刚过去的夏天就开始了。然而，从历史来看，这两个指标都有过从发出信号到经济衰退间隔时间更长的情况。请注意，任何经济衰退的正式开始日期可能要到既成事实之后几个月或几个季度后才会公布。

其中三个指标位于“警告”黄色栏中，而另外两个指标仍为绿色，继续表明经济扩张还有进一步的空间。

收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)

2022 年 7 月，1 年期美国国债收益率果断升超 10 年期收益率，负收益率差距在接下来一年的大部分时间内进一步扩大，并于 6 月见顶。这个指标在进入衰退区间

后的一般历史经验表明，到今年夏季美国经济将已步入衰退。然而，虽然收益率曲线“倒挂”与经济衰退开始之间的平均时间间隔为 11 个月，但在四个例子中，这一时间间隔比平均时间更长。

收益率曲线倒挂明确表明信贷状况正在收紧，美联储高级贷款官员调查（最新一期于 7 月 31 日发布）连续五个季度一致传达的信息强调了这一事实。大多数美国银行继续提高几乎所有类别的商业和消费贷款的贷款标准，包括各种规模企业的商业和工业贷款、信用卡贷款、消费分期贷款、抵押贷款和商业房地产贷款。

同一项调查也表明，大多数银行报告称，工商业贷款需求减少，并且发放此类贷款的意愿也有所下降。大多数银行还要求提高消费贷款的信用评级和汽车贷款的首付款，并提高向风险较高的企业提供贷款的溢价。此外，在最近的调查中，绝大多数受访银行表示下半年情况将继续紧张，甚至进一步收紧。

美国经济衰退记分卡

指标	状态		
	扩张	中性	衰退
收益率曲线 (10 年期至 1 年期美国国债)			✓
申领失业金人数		✓	
失业率	✓		
世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标			✓
非金融企业业务的自由现金流	✓		
ISM 新订单减库存		✓	
联邦基金利率与名义 GDP 增长率		✓	

资料来源 - 加拿大皇家银行财富管理

美国经济衰退记分卡

1 年期收益率与 10 年期收益率之间的负利差在 6 月达到本轮周期迄今为止的最宽点, 为 158 个基点。此后, 它已大幅收窄至仅 60 个基点, 强烈表明“去倒挂”时期正在进行中。从“倒挂”回归“正常”的过程通常在经济衰退开始时或几个月前开始。倒挂的总持续时间与随后的衰退持续时间之间也存在合理的相关性。最新的倒挂已经持续了 15 个月, 并且还在继续。

ISM 新订单减库存

在大多数美国经济衰退临近开始时, 美国供应管理协会 (ISM) 的新订单和库存分项指数的差距会转为负值。但它偶尔也会发出错误的积极信号 - 表明经济衰退即将来临, 而后来并未到来。此外, 这个指标只与制造业 (约占美国经济的 15%) 活动有关, 并且来自调查而非硬数据。出于这些原因, 我们将其视为一项确证指标, 而不是单独的决定性指标。

在 2022 年 9 月创下最近低点后, 该系列稳步走高, 2023 年 8 月的数据 (我们使用三个月移动平均值) 已回到零上方。因此, 我们把该指标从两个月前的红色调回了黄色。然而, 新订单分项指数本身仍处于收缩区间, 并在 10 月报告中进一步下滑。尽管汽车工人联合会罢工无疑对本月新订单数据产生了影响, 但疲软的范围更为广泛, 13 个制造业行业中有 10 个行业报告新订单下降。

世界大企业联合会 (Conference Board) 领先经济指标

从历史来看, 该指标提供了可靠的经济衰退早期预警。当该指数跌破一年前的水平时, 经济衰退总是会如影随形 - 通常在两三个季度之后。

这个指标在 2022 年第三季度果断转负, 我们将其转到记分卡的红色一栏。截至 10 月报告, 该指数已连续 18 个月下跌, 深陷负值区域。其过往记录强烈表明, 美国经济衰退将在 2023 年下半年的某个时候来临。

申领失业金人数

本轮周期的月度低点出现在 9 月。申领失业金人数通常在下一次衰退开始前约 12 个月达到周期低点。因此, 如果未来几个月再无新低, 历史将表明, 经济衰退最早将在今年秋季来临。

6 月申领失业金人数大幅增加, 但 10 月有所回落。临时就业人数和职位空缺数量同比都有所下降的情况加大了申领失业金人数的趋势可能正在转变的可能性。在我们等待这种转变得到证实或申领失业金人数再次下降的同时, 这种模糊性需要在 4 月将该指标的状态重新转换成黄色。

失业率

8 月失业率跃升至 3.8%, 10 月升至 3.9%, 为 2022 年 1 月以来的最高水平。未来几个月任何高于 4.0% 的走势都将导致该指标的平滑趋势走高, 我们认为, 这预示着经济衰退即将来临。一旦发出这样的信号, 平均而言, 从最低月度数据 (4 月为 3.4%) 到经济衰退开始需要 8 到 9 个月的时间 - 但也有几次时间间隔只有两三个月。

非金融业务的自由现金流

总体而言, 这个指标发出的信号表明, 这些企业有能力在内部为其想要或需要做的任何资本支出提供资金。从历史来看, 每当该指标低于一年前的水平时, 企业资本

美国经济衰退记分卡

支出通常就会下降, 表明经济衰退会随之而来或经济衰退已经日渐深化。这一数字在 2022 年第四季度和今年第一季度均有所下降, 然后在第二季度小幅上升, 并且仍远高于负交叉点。由于第三季度的数据要到 12 月才会发布, 因此该数据的报告有很长的滞后时间。

联邦基金利率与名义 GDP 增长率

在过去 70 年的每一次经济衰退之前, 联邦基金利率都会超过六个月年化名义 GDP 运行率。(名义 GDP 是指未经通胀调整的 GDP。) 自 2020 年第四季度达到 23% 的疫情经济重启以来的高点以来, GDP 运行率一直在下降。到去年底, 运

行率下降至 7.2%, 但仍远高于联邦基金利率, 后者当时已升至 4.50%。现在联邦基金利率高达 5.50%, 第三季度 GDP 数据显示, 六个月名义 GDP 增长运行率略高于 6.1%。我们预计第四季度名义 GDP 增长将显著放缓, 从而使基金利率高于经济增长率, 并满足经济衰退的必要先决条件。但就目前而言, 这条底线尚未被彻底跨越。

时钟仍在滴答作响

我们认为, 权衡所有七个指标的当前状况并预测其在未来几个季度可能的走势继续表明, 美国将在本季度陷入衰退的可能性越来越大。

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。

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。

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

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

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。如要查阅现有披露事项, 客户应参阅

[https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2)

[DisclosureLookup.aspx?EntityID=2](https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2), 以检视有关加皇财富管理及其附属公司的披露资料。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人/自营商及投资顾问机构,可提供券商和投资顾问服务。欲了解加皇财富管理在管理有关投资研究的利益冲突方面的政策,可访问以下网址:<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 / 证券投资者保护公司成员，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，并与其下达订单。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。如果您对本文档的任何内容有任何疑问，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