

执行摘要 Executive Summary



2019 年夏季

全球经济正面临来自保护主义、趋向成熟阶段的经济周期和美国对财政的支持逐渐消退的种种挑战，但是，也同时受到美国境外多国政府的财政刺激措施以及各地利率下降的推动。在这种阻力和助力同时出现的经济背景下，我们的基本预测是股市会进一步上升，但急升的次数可能比周期的初期较少。

全球增长以适度的步伐站稳

美国政府停摆和中国经济放缓的负面影响消退之后，今年早期经济环境出现好坏参半的局面。有利于环境的因素包括经济增长速度有可能上升，以及各国政府和中央银行实施有支持力的经济政策。在这些因素互相平衡的影响下，意味着全球的国家生产总值并不太糟糕，因此我们略微提高了对经济增长的预期。我们现在预测 2019 年和 2020 年的全球增长率为 3.5%，表明经济增长经过两年的减速后，将回复稳定。

对我们良好展望的威胁

我们认为，目前对经济的主要风险是保护主义。随着本年逐步迈进，美国和中国之间的贸易纠纷似乎有可能达成协议。但谈判在五月逆转，美国提高关税，促使中国采取报复行动。我们预计未来几个季度也不会达成实质性协议，虽然关税在短期内不会对国家生产总值产生很大的冲击，但如果持续征收关税，仍会产生影响。虽然如此，也出现了有利的贸易发展，其中包括美国政府放弃对加拿大和墨西哥征收钢铁的关税，以及推迟汽车关税的最后期限。在中国，经济迹象也好坏参半。在短期内，中国推出刺激措施似乎开始稳定经济，但该国的经济指标再次开始恶化。在欧洲，英国脱欧的不确定性仍然是一个挑战。

经济周期进入后期

我们评估美国扩张状况的记分卡方法继续表明我们现在正处于经济周期的后段。美国失业率处于几十年来的最低水平，经济扩张期接近有史以来最长。虽然信贷市场仍然相当健康，但汽车贷款拖欠率上升，信贷需求下降。经济周期后期的另一个迹象，也是备受争议的迹象 – 是收益曲线倒挂。虽然很多人解释收益曲线并不是当前经济环境衰退的有用预测指标（主要是由于量化宽松政策造成的扭曲），在过去，分析师曾错误地否定了收益曲线倒挂和最终出现的衰退。综合考虑这些迹象，我们估计经济衰退的风险较高，而我们对经济周期后期的评估促使我们决定降低投资组合的风险。

美元的助力下降，阻力浮现

在货币波动较低的环境下，美元稳步上升。美国经济增长强劲和收益率的强势也支撑着美元。然而，这些周期性因素可能正在消退，导致结构性负面因素例如财政和经常账户赤字等对投资者更为重要。我们过去曾谈到美元长时期扩张的过程，我们的策略仍然保持这个观点。虽然助力可能持续，但在我们的投资组合里，对货币的积极管理和前景已将局限美元上升的观点计算在预期中。因此，

我们的预测是欧元和日元的前景良好。在这种环境下，加元和英镑可能会表现不佳，但是，即使美元转弱，这些货币也大幅下跌的机会也不大。

中央银行谨慎行事

在去年年底，经济增长放缓和股市下跌促使各中央银行重新评估是否应该继续加息。可持续利率似乎不仅低于之前的周期，更可能低于各央行行长所意识到的水平。因此，各央行暂时放弃了先前的紧缩行动。我们的基本预测是未来一年，大多数发达市场的政策利率将会维持不变。如果我们的预测错误，就可能是因为利率再下降而不是上升。事实上，固定收益市场已把减息的预期反映在价格上。

主权国债券的估值风险增加

由于宏观经济的不确定性，投资者寻求避险资产，政府债券在上一季度上涨。美国10年期债券收益率跌至2017年以来的最低水平，现时比2018年的高位低100个基点。在日本和德国，10年期政府债券收益率进一步下跌至负数范围，10年期债券收益率跌至历史新低。从这些水平来看，投资者正在计算如果不出现衰退对经济的冲击，以及收益率将会跌至不可持续的低水平。根据我们的模型显示，固定收益出现亏蚀的风险在所有地区，特别是北美以外地区的都有所增加。至于对主权国债券价格的威胁，源于我们的模型假设实际利率将不可避免地上升到其长期平均水平，对债券价格构成阻力，有可能导致固定收益的总回报在一段长时间内偏低或甚至降至负数。

股市涨势受保护主义和盈利增长放缓拖累而停滞不前

美国和中国这世界两大经济体之间的贸易紧张加剧，股市在今年的强劲势头在五月份回落。随后在各大股票市场的跌市导致大多数地区过去三个月温和下跌。在现时的水平，我们的模型表明股票估值水平仍然甚为低于公允价值。我们认为，股市近期面临的挑战并非估值，而是盈利增长停滞的问题。尽管企业的收入一直在加速，但边际利润却从创纪录的水平下降。虽然分析师预计盈利增长将在年底前恢复，但收入增加和边际利润的稳定/改善对于实现这些预测至关重要。经济衰退或关税升级可能导致股价下跌。然而，我们对情况的分析显示，如果上述的担忧没有成为事实，在低利率和低通胀的环境下，股票实现个位数字至两位数字的收益仍然合理。

减低股票的偏高比重，并维持偏低持有债券

我们考虑到经济周期趋向成熟阶段，经济活动放缓和利润增长停滞，我们的资产组合反映了目前的风险和潜在回报之间的平衡。在这环境下，我们在过去一个季度策略性地将在股票的偏高比重减少了半个百分点，随着经济周期的成熟，我们继续致力减低风险。虽然如此，由于我们认为现在正处于股票的长期牛市中，现在把股票的比重减低至“中立”水平为时过早，我们的基本观点是在预测期内经济持续增长。我们选择将卖出股票所得的收益转为现金而不买入债券，因为固定收益的估值风险很大，而现金收益率目前高于主权债券。对于均衡的全球投资者而言，我们目前建议资产组合为57.5%的股票（策略性中立部署：55%）和40%的固定收益（策略性中立部署：43%），其余的是现金。

信息披露

本报告由RBC 环球资产管理 (RBC Global Asset Management, 简称 RBC GAM) 提供, 仅供资讯参考之用。在未获得 RBC 环球资产管理公司 (RBC Global Asset Management Inc., 简称RBC GAM Inc.) 书面同意下, 任何人士不得复制或公布本文件。在加拿大, 本报告由 RBC GAM Inc. [包括Phillips, Hager & North 投资管理 (Phillips, Hager & North Investment Management)] 提供。在美国, 本报告由 RBC 环球资产管理 (美国) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.] 提供, 该公司是一家联邦政府注册投资顾问公司。在欧洲, 本报告由 RBC 环球资产管理 (英国) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited] 提供, 该公司由英国金融市场行为监管局 (UK Financial Conduct Authority) 授权和监管。在亚洲, 本文件由 RBC 环资管理 (亚洲) 有限公司 [RBC Investment Management (Asia) Limited] 提供, 并仅供专业人士、机构投资者及批发客户使用, 不适用于一般零售客户。该公司在香港证券及期货事务监察委员会 (Securities and Futures Commission, 简称 SFC) 登记注册。本报告中引用的任何基金/策略均未在香港、中国、新加坡、韩国或台湾注册, 也不得出售、发行或提供, 本文件未考虑在这些司法管辖区内营销、提供、发行或出售任何基金/策略。

RBC GAM 是加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada, 简称 RBC) 的资产管理部, RBC 旗下包括 RBC 环球资产管理公司、RBC 环球资产管理 (美国) 公司、RBC 环球资产管理 (英国) 有限公司、RBC 投资管理 (亚洲) 有限公司, 以及 BlueBay 资产管理公司 (BlueBay Asset Management LLP), 这些公司均是独立运营, 但属 RBC 的联营附属公司。

本报告并未经过任何证券或其他监管机构审阅, 并在适当情况下可在以上所列实体所在的司法管辖区派发。有关于 RBC GAM 的详细信息可浏览 www.rbcgam.com。

本报告无意在此提供任何法律、会计、税务、投资、财务或其他意见, 任何人士也不应依赖此等信息作为相关建议。本报告中所述的投资流程可能随时间而改变。本报告阐述的性质旨在说明为客户选择投资组合的证券时, 应考虑的一些条件。并非所有客户投资组合中的投资都将符合这些条件。RBC GAM 采取合理措施来提供最新的、准确的及可靠的信息, 并认为这些信息在印刷时是符合以上原则。RBC GAM 保留随时更改、修正和终止发布有关信息的权利, 恕不另行通知。

本报告内的任何投资及经济展望信息由 RBC GAM 根据不同来源的信息编制。我们相信从第三方获取的信息是可靠的, 但 RBC GAM、其联营公司或其他人士对信息的准确性、完整性或正确性并没有作任何明示和暗示的表述和保证。RBC GAM 对本报告的任何错误或遗漏概不负责。

本报告的所有意见及估计构成 RBC GAM 在截至信息显示日期时所作出的判断, 有可能随时更改, 恕不另行通知。一切信息均属于善意提供, 我们不负上任何法律责任。利率及市场情况可能随时有变。

预计的回报率仅作说明之用, 并不是对回报的预测。实际回报有可能高于或低于报告所示的数字, 并有可能在较短的时期内出现较大的落差。不可直接投资于非受管理的指数。

前瞻性声明

本报告可能含有前瞻性声明。一些字眼如“也许”、“可能”、“应该”、“将会”、“预计”、“展望”、“相信”、“计划”、“预估”、“预计”、“预期”、“有意”、“预测”、“目的”及其他类似的字眼旨在识别这些前瞻性声明。前瞻性声明并非未来业绩的保证。前瞻性声明会涉及一般经济因素的潜在风险及不确定的因素, 这些猜测、预测、预估及其他前瞻声明有可能不会实现。我们劝喻您不要太依赖这些表述, 因为许多重要因素可能导致实际事件或结果与任何前瞻性陈述中明示或暗示的事件或结果大不相同。这些因素包括但不限于加拿大、美国和国际的一般经济、政治和市场因素、利率和汇率、全球股票和资本市场、商业竞争, 技术变化、法律和法规变化、司法或监管判决、法律诉讼和灾难性事件。以上是一系列有可能影响未来结果的重要因素, 但并非详尽无遗。在作出任何投资决定之前, 我们鼓励您仔细考虑这些因素和其他因素。前瞻性声明中包含的所有意见如有更改, 恕不另行通知, 一切均属于善意提供, 我们不负上任何法律责任。

® / ™ 加拿大皇家银行之注册商标。在牌照许可下使用。

© RBC 环球资产管理公司2019年版权所有。

发布日期: 2019年6月15日

此中文译本只供参考。若中、英文版本的内容出现矛盾或含糊之处, 则以英文版本为准。

This Chinese translation is for reference only. In the event of any conflict or ambiguity between the Chinese and English texts, the English language text shall govern.