

# 執行摘要 Executive Summary



2019 年夏季

全球經濟正面對來自保護主義、趨向成熟的經濟週期和美國對財政的支持逐漸消退的種種挑戰，但同時也受到美國境外多國政府的財政刺激措施以及各地利率下降的帶動。在這種阻力和助力同時出現的經濟背景下，我們的基本預測是股市會進一步上升，但急升的次數可能比週期的早段較少。

## 全球增長以適度的步伐回穩

美國政府停擺和中國經濟放緩的負面影響消退之後，今年早期經濟環境出現好壞不一的局面。至於有利於環境的因素包括經濟增長速度有可能上升，以及各國政府和中央銀行實施具支持力的經濟政策。在這些因素互相平衡的影響下，意味著全球的國家生產總值並不太壞，因此我們略微提高了對經濟增長的預期。我們目前對 2019 年和 2020 年的全球增長率的預測均為 3.5%，顯示經濟增長經過兩年的減速後，將回復穩定。

## 對我們良好展望的威脅

我們認為，目前對經濟的重大風險是保護主義。隨著本年逐步邁進，美國和中國之間的貿易糾紛看來有可能達成協議。但談判在五月逆轉，美國提高關稅，促使中國採取報復行動。我們預計未來幾個季度也不會達成實質的協議，雖然關稅在短期內不會對國家生產總值產生太大衝擊，但如果持續徵收關稅，仍會產生影響。雖則如此，也出現了利好的貿易發展，其中包括美國政府放棄對加拿大和墨西哥徵收鋼鐵的關稅，以及推遲汽車關稅的最後期限。在中國，經濟跡象也好壞不一。在短期內，中國推出刺激措施似乎開始穩定經濟，但該國的經濟指標再次開始惡化。在歐洲，英國脫歐尚未明朗化仍然是一個挑戰。

## 經濟週期進入後期

我們評估美國擴張狀況的計分卡方法繼續顯示我們正處於經濟週期的後段。美國失業率處於幾十年來的最低水平，經濟擴張期接近有史以來最長。雖然信貸市場仍然甚為健康，但汽車貸款拖欠率上升，信貸需求下降。經濟週期後段的另一個跡象，這也是備受爭議的跡象 – 是收益曲線倒掛。雖然很多人解釋收益曲線並非當前經濟環境衰退的有用預測指標（主要是由於量化寬鬆政策造成的扭曲），在過去，分析師曾錯誤地否定了收益曲線倒掛，而最終出現的衰退。綜合考慮這些跡象，我們估計經濟衰退的風險較高，而我們對經濟週期後段的評估促使我們決定降低投資組合的風險。

## 美元的助力下降，阻力浮現

在貨幣波動較低的環境下，美元穩步上揚。美國經濟增長強勁和收益率的強勢也支撐著美元。然而，這些週期性因素可能正在消退，因而令結構性負面因素例如財政和經常賬戶赤字等對投資者更為重要。我們過去曾談及美元長時期擴張的過程，我們的策略仍然持守這個觀點。雖然助力可能持續，但在我們的投資組合內對貨幣的積極管理和前景已將局限美元上升的觀點計算在預期之內。

因此，我們的預測是歐元和日元的前景良好。在這種環境下，加元和英鎊可能會表現不佳，不過，即使美元轉弱，這些貨幣也難有機會大幅下跌。

### 中央銀行審慎行事

在去年年底，經濟增長放緩和股市下跌促使各中央銀行重新評估是否應該繼續加息。可持續利率似乎不僅低於之前的週期，更可能低於各央行行長所意識到的水平。因此，各央行暫時放棄了先前的緊縮行動。我們的基本預測是未來一年大多數發達市場的政策利率均維持不變。如果我們的預測錯誤，就可能是因為利率再下降而非上升。事實上，固定收益市場已把減息的預期反映在價格上。

### 主權國債券估值風險增加

由於宏觀經濟不明朗，投資者尋求避險資產，政府債券在上一季度上升。美國10年期債券收益率跌至2017年以來的最低水平，現時比2018年高位低100個基點。在日本和德國，10年期政府債券收益率進一步下跌至負數範圍，10年期債券收益率跌至歷史新低。在這些水平來看，投資者正在計算如果不出現衰退對經濟的衝擊，以及收益率將會跌至不可持續的低水平。根據我們的模型顯示，固定收益出現虧損的風險在所有地區，特別是北美以外地區的都有所增加。至於對主權國債券價格的威脅，源於我們的模型假設實際利率將不可避免地上升到其長期平均水平，對債券價格構成阻力，有可能導致固定收益的總回報在一段長時間內偏低或甚至跌至負數。

### 股市升勢受保護主義和盈利增長放緩拖累而停滯不前

美國和中國這世界兩大經濟體之間的貿易緊張加劇，股市在今年的強勁升勢在五月份回落。隨後在各大股票市場的跌市導致大多數地區過去三個月內溫和下跌。在現水平，我們的模型顯示股票估值水平仍然甚為低於公平價值。我們認為，股市近期面對的挑戰並非估值，而是盈利增長停滯的問題。儘管企業的收入一直在加速，但邊際利潤卻從創紀錄的水平下降。雖然分析師預計盈利增長將在年底前恢復，但收入增加和邊際利潤的穩定/改善對於實現這些預測極為重要。經濟衰退或關稅升級可能導致股價下跌。然而，我們對情況的分析顯示，如果上述的擔憂沒有成為事實，在低利率和低通脹的環境下，股票實現個位數字至兩位數字的收益尚算合理。

### 減低股票的偏高比重，並維持偏低持有債券

我們考慮到趨向成熟的經濟週期，經濟活動放緩和利潤增長停滯，我們的資產組合反映了目前的風險和潛在回報之間的平衡。在這環境下，我們在過去一季策略性地將我們在股票的偏高比重減少了半個百分點，隨著經濟週期的成熟，我們繼續致力減低風險。雖則如此，由於我們認為現在正處於股票的長期牛市中，現在把股票的比重減低至「中立」水平還為時過早，我們的基本觀點是在預測期內經濟持續增長。我們選擇將賣出股票所得的收益轉為現金而不買入債券，因為固定收益的估值風險很大，而現金收益率目前高於主權債券。對於均衡的全球投資者而言，我們目前建議資產組合為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%），其餘的是現金。

## 信息披露

本報告由 RBC 環球資產管理 (RBC Global Asset Management, 簡稱 RBC GAM) 提供, 僅供資訊參考之用。在未獲得 RBC 環球資產管理公司 (RBC Global Asset Management Inc., 簡稱 RBC GAM Inc.) 書面同意下, 任何人士不得複製或公佈本文件。在加拿大, 本報告由 RBC GAM Inc. [包括 Phillips, Hager & North 投資管理 (Phillips, Hager & North Investment Management)] 提供。在美國, 本報告由 RBC 環球資產管理 (美國) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.] 提供, 該公司是一間聯邦政府註冊的投資顧問公司。在歐洲, 本報告由 RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited] 提供, 該公司由英國金融市場行為監管局 (UK Financial Conduct Authority) 授權和監管。在亞洲, 本文件由 RBC 投資管理 (亞洲) 有限公司 [RBC Investment Management (Asia) Limited] 提供, 並僅供專業人士、機構投資者及批發客戶使用, 不適用於一般零售客戶。該公司在香港證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, 簡稱 SFC) 登記註冊。本報告中引用的任何基金/策略均未在香港、中國、新加坡、韓國或台灣註冊, 也不得出售、發行或提供, 本文件未考慮在這些司法管轄區內營銷、提供、發行或出售任何基金/策略。

RBC GAM 是加拿大皇家銀行 (Royal Bank of Canada, 簡稱 RBC) 的資產管理部門, RBC 旗下包括 RBC 環球資產管理公司、RBC 環球資產管理 (美國) 公司、RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司、RBC 投資管理 (亞洲) 有限公司, 以及 BlueBay 資產管理公司 (BlueBay Asset Management LLP), 這些公司均是獨立運營, 但屬 RBC 的聯營附屬公司。

本報告並未經過任何證券或其他監管機構審閱, 並在適當情況下可在上列實體所在的司法管轄區派發。有關於 RBC GAM 的詳細信息可瀏覽 [www.rbcgam.com](http://www.rbcgam.com)。

本報告無意在此提供任何法律、會計、稅務、投資、財務或其他意見, 任何人士也不應依賴此等信息作為相關建議。本報告中所述的投資過程可能隨時間而改變。本報告闡述的性質旨在說明為客戶選擇投資組合的證券時, 應考慮的一些條件。並非所有客戶投資組合中的投資都將符合此等條件。RBC GAM 採取合理措施來提供最新的、準確的及可靠的信息, 並認為這些信息在印刷時是符合上述原則。RBC GAM 保留隨時更改、修正和終止發佈有關信息的權利, 恕不另行通知。

本報告內的任何投資及經濟展望信息由 RBC GAM 根據不同來源的信息編製。我們相信從第三方獲取的信息是可靠的, 但 RBC GAM、其聯營公司或其他人士對信息的準確性、完整性或正確性並沒有作任何明示和暗示的表述和保證。RBC GAM 對本報告的任何錯誤或遺漏概不負責。

本報告的所有意見及估計構成 RBC GAM 在截至信息顯示日期時所作出的判斷, 有可能隨時更改, 恕不另行通知。一切信息均屬於善意提供, 我們不負任何法律責任。利率及市場情況有可能隨時有變。

預計的回報率僅作說明之用, 並不是對回報的預測。實際回報有可能高於或低於報告所示的數字, 並有可能在較短的時期內出現較大的落差。不可直接投資於非受管理的指數。

### 前瞻性聲明

本報告可能含有前瞻性聲明。一些字眼如「也許」、「可能」、「應該」、「將會」、「預計」、「展望」、「相信」、「計劃」、「預估」、「預計」、「預期」、「有意」、「預測」、「目的」及其他類似的字眼旨在識別這些前瞻性聲明。前瞻性聲明並非未來業績的保證。前瞻性聲明會涉及一般經濟因素的潛在風險及不確定的因素, 這些猜測、預測、預估及其他前瞻聲明有可能不會實現。我們勸喻您不要過份依賴這些表述, 因為許多重要因素可能導致實際事件或結果與任何前瞻性陳述中明示或暗示的事件或結果大不相同。這些因素包括但不限於加拿大、美國和國際的一般經濟、政治和市場因素、利率和匯率、全球股票和資本市場、商業競爭, 技術變化、法律和法規變化、司法或監管判決、法律訴訟和災難性事件。以上是一系列有可能影響未來結果的重要因素, 但並非詳盡無遺。在作出任何投資決定之前, 我們鼓勵您仔細考慮這些因素和其他因素。前瞻性聲明中包含的所有意見如有更改, 恕不另行通知, 一切均屬於善意提供, 我們不負上任何法律責任。

® / ™ 加拿大皇家銀行之註冊商標。在牌照許可下使用。

© RBC 環球資產管理公司 2019 年版權所有。

發佈日期: 2019 年 6 月 15 日

此中文譯本只供參考。若中、英文版本的內容出現矛盾或含糊之處, 則以英文版本為準。

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.