

# 执行摘要



2019 年秋季

金融市场面临一系列持续演变的宏观经济不利因素，在这一充满挑战的背景下，各大央行正以货币刺激措施提供支持。我们的中性假设是尽管增速放缓，经济还是会持续增长，但我们意识到下行风险的增加。

## 经济增长持续放缓

在上一季度，全球经济增长放缓，延续了始于 2018 年初的趋势。制造业疲软是经济放缓的主要原因，服务业增速只出现轻微放缓，而消费增速保持良好表现。阻碍经济增长的其他因素包括贸易保护主义和英国脱欧造成的不确定性加剧、财政刺激减弱以及中国经济增速放缓。尽管各大央行正试图通过降息来抵消这些负面影响，但我们都注意到每次降息对经济提振的影响都相当小。权衡正面及负面因素后，我们预计与 2018 年相比，2019 年经济增长将放缓，2020 年发达市场和新兴市场经济增速都将进一步放缓。我们的预测较上个季度适度下调，现在与市场对 2019 年的预期一致，而对 2020 年的预期也适度下调。

**下行风险正在加剧，但我们也应该考虑意料之外的上行可能性**  
在贸易方面，已经宣布了几轮新的美中关税，贸易战可通过多种方式展开。尽管 2020 年的美国大选可能会促成解决方案，但最有可能出现的情况是，迄今宣布的关税将全面实施并且美中关系没有改善。如果出现此种负面情况，在未来几年内，美国国内生产总值将累计下滑 0.60% 至 0.80%，中国国内生产总值将累计下滑 0.75% 至 0.95%。其他下行风险包括地缘政治环境恶化、英国脱欧和各种债务热点。抵消这些风险可为财政刺激和生产率增长改善带来潜力，可能成为经济上行的源泉。

## 美国的商业周期处于晚期阶段，并向前推进

经济扩张已经成熟，现在是官方记录中持续时间最长的一次。商业周期不会因过长而消亡，我们应该认识到，扩张持续的时间越长，出问题的可能性就越大。其他表明我们正处于商业周期后期阶段的迹象包括极低的失业率和反向的收益率曲线。尽管收益率曲线反转本身并不能保证经济衰退即将到来，但它们往往与未来 6 个月至 2 年经济衰退风险的增加相吻合。

## 美元在近期内受到提振，但我们预计美元将会走软

如今，大多数决策者倾向削弱货币以刺激国内经济，特朗普总统也相当直言不讳地表达了对美元的这种观点。然而，关税对非美国市场的损害相对更大，削弱了全球货币，违背特朗普的意愿推高了美元。尽管贸易紧张暂时延长了美元的涨势，但我们认为，美元最终将受到双赤字和收益差异收窄等长期因素的拖累。在接下来的 12 个月里，我们预计波动性会更大，其中欧元和日元的表现会超过加元和英镑。

## 货币宽松周期已开始

各大央行现在已同步转向货币刺激，一些央行已经降息，另一些央行则暗示将出台宽松的货币措施。美联储 7 月份降息 25 个基点，中国和印度也有所宽松，欧洲央行也表示将立即采取相应措施。这种货币刺激应该对经济和风险资产有支持作用，但我们意识到宽松措施的能力是有限的。期货市场表明，美联储可能在明年再降息 4 次，而我们自己的预测是 3 次。

## 极低的债券收益率引发了对估值的担忧

全球主权债券已经延续涨势，随着收益率跌至创纪录低点，我们的估值模型发出了警告信息。所有期限的德国国债收益率都低于零，全球负收益率债务的总规模已飙升至逾 17 万亿美元。根据我们的估值模型，包括北美在内的所有主要市场，收益率都已经跌破了均衡通道 (equilibrium channel) 底线。即使在收益率保持正值的市场中，实际收益率（即名义收益率减去通货膨胀率）也已降至零以下，这表明如果投资者将主权固定收益投资持有至到期，他们定会承受购买力损失。经济增长放缓和人口老龄化可能会压低实际利率，但我们认为负实际利率不会无限期持续下去。随着时间的推移，实际利率的压力可能会更大，因此，债券熊市的可能性是不可忽视的，债券熊市的回报率很低，甚至随着收益率多年上升而为负值。

## 盈利对维持更高的股价至关重要

全球股市在 6 月和 7 月上涨，但因 8 月份美中贸易紧张局势升级而下跌。MSCI 新兴市场指数表现不佳，8 月份跌幅高达 10%，抹去了本季度早期的涨幅，而大多数其他主要市场保持小幅度上涨。我们的模型表明，在美国以外股票相对有吸引力。然而，我们注意到标准普尔 500 指数略高于公允价值，处于历史上与较低回报和较高波动性相关的水平。企业利润增长对推高美国股票至关重要。在收益增长稳健、低利率和低通胀的环境下，股票可以实现中值个位数到低值两位数的升幅。然而，在衰退的情况下，对利润和投资者信心的损害会导致股价明显下跌。

## 减少股票增持，提高现金储备

宏观经济前景不明朗，商业周期正在老化，美国股市估值不如在周期早期时有吸引力。我们将接下来一年的衰退几率增加到了 40% 左右，无论以什么标准衡量都较高，但这仍然不是我们的核心结果。我们预计，从长期来看股票的表现将优于债券，因此我们继续保持高比重的股票和低比重的固定收益。然而，我们并不认为现在是操作大量风险仓位的时机。本季度，我们再次将股票风险敞口下调了 0.5 个百分点，将收益转为现金。如果要进一步降低我们的股本权重，我们必须得更确信经济衰退即将到来。对于平衡的全球投资者，我们目前建议 57.0% 股票（策略性中性仓位：55%）和 40% 固定收益（策略性中性仓位：43%）的资产组合，其余为现金。

## 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、分发或公布本文件。在加拿大, 本报告由 RBC GAM Inc. [包括 Phillips, Hager & North 投资管理公司 (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 Global Asset 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, 也不得在这些地区出售、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) 的资产管理分部, 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 环资管理 (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 的附属子公司。

本报告并未经任何证券或其他监管机构审阅, 也未在任何证券或其他监管机构注册, 在适当情况下其可由以上所列实体在各自的司法管辖区派发。有关于 RBC GAM 的详细信息可浏览 [www.rbcgam.com](http://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本报告以提供此等意见。本报告中所述的投资流程可能随时间而改变。本报告所阐述的特征旨在说明为客户选择投资组合的证券时考虑的一些条件。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最新、准确及可靠的。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、其附属公司或任何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声明和保证。RBC GAM 及其附属公司对本报告的任何错误或疏漏概不负责。

本报告内的所有观点及估计构成 RBC GAM 截至表明的信息日期所作的判断, 有可能随时更改, 恕不另行通知。这些观点和估计均出于善意而提供, 我们不负任何法律责任。利率及市场情况可能随时有变, 恕不另行通知。

预计的回报率仅作说明之用, 并不是对回报率的预测。实际回报率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。不可直接投资于无人管理的指数。

### 前瞻性声明

本报告可能包含关于未来业绩、战略或前景以及未来可能采取的行动的前瞻性声明。一些字眼如“也许”、“可能”、“应该”、“将会”、“疑似”、“展望”、“相信”、“计划”、“预估”、“预计”、“预期”、“打算”、“预测”、“目标”及其他类似的字眼旨在识别这些前瞻性声明。前瞻性声明并非对未来业绩的保证。前瞻性声明涉及一般经济因素的固有风险及不确定因素, 因此预测、预报、预估及其他前瞻性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、美国和国际上的一般经济、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, 技术变革, 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, 我们建议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观点如有更改, 恕不另行通知, 此等观点均出于善意而提供, 我们不负任何法律责任。

® / ™ 加拿大皇家银行的商标。未经许可不得使用。

© RBC 环球资产管理公司2019年版权所有。

发布日期: 2019年9月15日

32467 (09/2019)

执行摘要简体中文版 – 2019 年秋季 09/12/2019

