

執行摘要



2019 年秋季

金融市場正面臨一系列持續演變的宏觀經濟不利因素，在此充滿挑戰的背景之下，央行現正透過貨幣刺激措施以提供支援。我們的基礎假設是儘管增速放緩，經濟將持續增長，然而我們意識到下行風險的增加。

經濟增長持續放緩

全球經濟增長上季放緩，正延續由 2018 年初開始的趨勢。製造業疲弱為經濟放緩的主因，服務業增長只經歷輕微放緩，而消費增長表現則保持良好。其他妨礙經濟增長的因素包括由貿易保護主義和英國脫歐而造成的更多不確定性、財政刺激措施的消退以及中國經濟放緩。儘管央行正試圖透過減息以抵消部分負面影響，然而我們注意到，每次減息所帶來的經濟增長相當之細。權衡正面和負面因素，我們預計，相比 2018 年，2019 年的增長將會放緩，而 2020 年成熟市場和新興市場的增長將會進一步放緩。相較上季，我們的預測已適度降級，現時與市場對 2019 年的預測一致，而對 2020 年的預測也適度調低。

下行風險正在加劇，但我們亦應考慮意料之外的上行可能性

在貿易方面，幾輪新的美中關稅安排已宣布實施，貿易戰可透過若干方式展開。縱然 2020 年美國大選可促成問題解決，最有可能發生的情況卻是，到目前為止宣布的關稅將全面實施，而美中關係未有改善。此負面情況將會令美國國內生產總值和中國國內生產總值在未來數年間分別累計下跌 0.60% 至 0.80% 和 0.75% 至 0.95%。其他下行風險包括地緣政治環境惡化、英國脫歐和各種債務熱點。抵消這些因素對財政刺激措施和提高生產力增長具很大潛力，可能成為經濟上行的源泉。

美國商業週期處於後期階段並在推進之中

經濟擴張已經成熟，而現為有官方記錄以來最長的一次。商業週期不會因過長而消亡，我們應意識到，擴張持續得越久，就越有可能出現問題。其他說明我們正處於商業週期較後階段的訊號包括失業率極低以及倒掛的收益率曲線。縱然倒掛的收益率曲線本身並不保證衰退期即將來臨，然而，它們往往與未來六個月至兩年經濟衰退風險的增加不謀而合。

美元短期內受到推動，但我們預計美元將會走弱

現時大部分決策者傾向削弱貨幣以刺激其國內經濟，而特朗普總統已直言不諱地表示其對美元的這種看法。然而，關稅對於非美國市場造成的破壞相對較大，削弱了全球貨幣，違背特朗普所望而將美元推高。雖然貿易緊張局勢暫延美元上漲之勢，然而，我們認為美元最終將受雙赤字和收益率差異收窄等長期因素拖累。在接下來 12 個月，我們預計波動性會更大，其中歐元和日元表現比加元和英鎊為佳。

寬鬆貨幣政策周期已開始

各大央行現在已同步地轉向貨幣刺激措施，一些央行已減息，其他則暗示將採取寬鬆措施。美國聯儲局在 7 月減息 25 點子，中國和印度亦有所寬鬆，而歐洲央行則表示將即刻採取行動。此貨幣刺激措施應被視為對經濟和風險資產具支持作用，然而據我們所知，寬鬆的效用相當有限。期貨市場指出，聯儲局可能會於明年間減息多達四次，而我們自己的預測則為三次。

極低的債券收益率激起對估值的擔憂

全球國債已經延續其漲勢，而由於收益率跌至歷史低位，我們的估值模型正在發出警告訊號。所有期限的德國國債收益率均跌至低於零，而全球負收益率債券總額已激增至超過 17 兆美元。根據我們的估值模型，在包括北美在內的所有主要市場中，收益率已跌至其均衡渠道 (equilibrium channel) 見底。即使在收益率保持正值的市場中，實際收益率（即名義收益率減去通貨膨脹率）已經降至低於零，說明如果投資者持有主權固定收益投資至到期，則必定承受購買力損失。經濟增長放緩和人口老化可能抑制實際利率，然而，我們不認為負實際利率會無限期持續下去。隨著時間推移，對實際利率的壓力將可能更高，因此，債券熊市的可能性不容忽視，債券熊市的回報率低，甚至隨著收益率上升多年而為負值。

盈利對維持較高股價至為關鍵

全球股票在 6 月和 7 月維持漲勢，但由於美中貿易緊張局勢升級，在 8 月份跌跌撞撞。MSCI 新興市場指數表現不佳，在 8 月份跌幅高達 10%，並消除了今季較早時的漲幅，而大部份其他主要市場則保持輕微上漲。我們的模型指出，股票在美國以外相對較具吸引力。然而，我們留意到標準普爾 500 指數略高於公允價值，並且正處於歷史上與較低回報及較高波動水平相關的位置。企業利潤增長對推高美國股票至為關鍵。在盈利增長適中、利率及通貨膨脹率較低的環境下，股票可達至中單位數至低雙位數的升幅。然而，在經濟衰退情況下，利潤和投資者信心的損失會明顯推低股價。

減少增持股票，提高現金儲備

宏觀經濟前景不明朗，商業週期正趨老化，而且美國股票估值並未如商業週期早段般具吸引力。我們已將明年經濟衰退的可能性提高至約 40%，相對任何標準而言均較高，但這仍不是我們的主要結果。我們仍預期股票在長期時間內表現較債券為佳，因而繼續維持股票的高比重及固定收益的低比重。然而，我們認為現非操作大額風險持倉的理想時間。我們今季再次將股票風險敞口調低半個百分點，將收益轉為現金。我們得確信衰退期即將展開，才會進一步減持股票。我們現時對平衡而全球化的投資者建議的資產組合為 57.0% 股票（策略性中性配置: 55%）和 40% 固定收益（策略性中性配置: 43%），其餘為現金。

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、派發或公佈本文件。在加拿大, 本報告由 RBC GAM Inc. [包括 Phillips, Hager & North 投資管理公司 (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 環球資產管理 (亞洲) 有限公司 [RBC Global Asset 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, 也不得在這些地區出售、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) 的資產管理分部, 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 環球資產管理 (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 的附屬子公司。

本報告並未經過任何證券或其他監管機構審閱, 也未在任何證券或其他監管機構註冊, 在適當情況下可由上列實體於各自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。

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本報告信息以提供此等意見。本報告中所述的投資過程可能隨時變更。本報告闡述的特徵旨在說明為客戶選擇投資組合的證券時考慮的一些條件。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最新、準確及可靠的。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、其附屬公司或任何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。

本報告包含的所有觀點及估計構成 RBC GAM 截至顯示的信息日期所作的判斷, 有可能隨時更改, 恕不另行通知。此等觀點及估計均是出於善意提供, 我們不負任何法律責任。利率及市場情況有可能隨時有變, 恕不另行通知。

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

本報告可能包含關於未來業績、策略或前景及未來可能採取的行動的前瞻性聲明。一些字眼如「也許」、「可能」、「應該」、「將會」、「料想」、「展望」、「相信」、「計劃」、「預估」、「預計」、「預期」、「打算」、「預測」、「目標」及其他類似的字眼旨在識別這些前瞻性聲明。前瞻性聲明並非對未來業績的保證。前瞻性聲明涉及一般經濟因素的內在風險及不確定因素, 因此所作的猜測、預測、預估及其他前瞻性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聲明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、美國和國際上的一般經濟、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觀點如有更改, 恕不另行通知, 此等觀點均是出於善意提供, 我們不負任何法律責任。

® / ™ 加拿大皇家銀行之商標。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9月15日

32467 (09/2019)

執行摘要繁體中文版 - 2019年秋 09/12/2019

