

执行摘要



2026 年新年



Eric Savoie, 工商管理硕士 (MBA)、注册金融分析师 (CFA)、特许市场技术分析师 (CMT)
RBC 环球资产管理公司
高级投资策略师



Daniel E. Chornous, 注册金融分析师 (CFA)
RBC 环球资产管理公司
全球首席投资官

我们预测，经济将保持温和增长态势，通胀显著回落，足以促使美联储 (Fed) 继续降息，并推动企业实现强劲利润增长。我们依然认为股票会跑赢债券，但也认识到，在今年强劲表现的推动下，部分股票的估值已升至极度高估的水平，实现巨额收益的潜力已有所削弱。

在重大利好的支撑下，2026 年经济将适度加速增长

2025 年，受美国关税政策及移民数量下滑影响，经济增长有所放缓，但财政刺激和央行的持续降息措施在一定程度上抵消了这一影响。我们认为，未来一年经济将适度加速增长，并有望超出市场普遍预期，带来令人惊喜的结果。关税阻力应该会逐

步消退，重大利好正蓄势发力。这些利好因素包括降息、进一步财政刺激、油价下跌、股市带来的正面财富效应、人工智能 (AI) 支出进一步增长，以及 AI 驱动下生产力提升的初步显现。美国经济增长仍将领先其他发达国家/地区。

通胀有望在明年适度改善

受关税政策及疫情后创伤的影响，美国通胀水平仍然过于高企，部分发达市场通胀率亦略为偏高。我们对 2026 年 CPI 的预测略高于市场普遍预期，主要原因在于：在通胀压力持续存在且财政赤字规模庞大的情况下，各国央行采取较为激进的宽松政策，这或将推高各界对通胀的容忍度。

尽管如此，同比通胀率预期仍将在 2026 年春季见顶，随后逐步回落。以下因素可佐证这一观点：美国劳动力市场正在降温，关税对通胀的影响相对温和，住房成本正在下降以及油价下跌。总体而言，通胀可能不会像市场普遍预期的那样大幅回落，但明年仍有改善空间。

新年伊始，美元或将再次走弱

美元长达两年的下跌态势暂告停歇，这与我们此前预测的“美元将在 2025 年持续走弱并延续至明年”有一定偏差。自 9 月以来，美元出现温和反弹，原因在于市场认为美国经济增长优于预期以及科技领域投资持续加码，有望至少在短期内支撑美国

国债收益率。需要指出的是，今年以来美元累计跌幅仍达 9%，因此我们有充分理由认为美元将在 2026 年某个时候再次走弱。我们认为，鉴于财务状况持续改善，且债券收益率颇具吸引力，新兴市场货币将继续成为美元进一步贬值的主要受益者。

货币宽松周期尚未结束

本轮货币宽松周期尚未结束。我们在预测中纳入了额外的经济支持因素，以反映早前降息的滞后效应，以及未来进一步宽松措施的潜在影响。特别是美联储 (Fed)，随着其从紧缩立场转向中性立场，其仍有能力实施多次降息，且美联储最近终止量化

紧缩的举措也将起到支持作用。2026 年美联储决策层成员预计更趋鸽派，这进一步支持了以上观点。我们认为，英格兰银行似乎同样具备进一步放松货币政策的空间。

主权债券与公司债券上行空间有限

中长期政府债券收益率的前景与短期利率不同，因为实际收益率中包含的风险溢价或会限制美国 10 年期国债收益率从当前水平出现显著下行。我们的模型显示，理论上，10 年期国债收益率应从当前的 4.0% 水平回落，但实际能否实现将取决于通胀压力是否会缓解，以及市场对政府财政状况的担忧是否会降温。鉴于各国政府似乎倾向于继续维持巨额财政赤字，我们预测政府固定收益资产将提供接近票息或与现金资产相当的回报。

鉴于政府债券收益率与公司债券收益率之间的利差已收窄至全球金融危机以来的最低水平，当前信贷风险溢价处于历史低位。尽管如此，由于企业违约风险较低，利差持续扩大的条件尚未出现。利差可能持续处于偏窄水平，且信贷周期的这一阶段往往会持续较长时间，尤其在对经济衰退的担忧相对缓和的情况下。

股市攀升至历史新高，但美国大型股之外的部分板块仍有投资价值

2025 年，大多数主要股市最终企稳回升，为投资者带来了丰厚的回报。强劲的涨幅意味着几乎所有股票的估值都在缓慢上升，估值过高已不再是美国大盘股独有的现象。标准普尔 500 指数估值最高，而加拿大和日本股市的估值亦高出其公允价值约一个标准偏差。欧洲和新兴市场的股票指数继续以远低于其公允价值的水平进行交易。

标准普尔 500 指数若要延续升势，企业利润增长将愈趋关键。好消息是，随着利润率上升，原本较为温和的收入增长得以转化为两位数的盈利增长。若明年利润率符合分析师预期，且如今年这般提升一个百分点，则有望于 2026 年实现两位数的盈利增长。要在当前基础上实现可观回报，市盈率需维持在均衡水平以上至少 1 个标准偏差，或者盈利需优于预期。积极结果的出现无疑是可能的，但考虑到当前估值已达历史高位，市场很容易受到利空因素的影响。

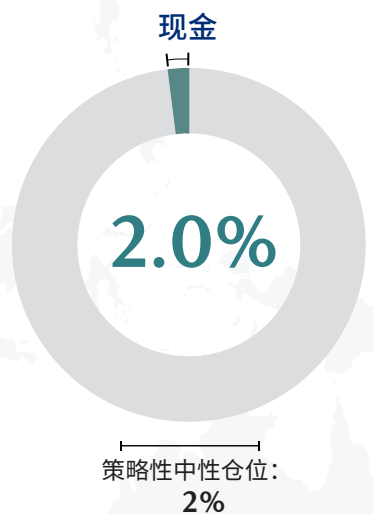
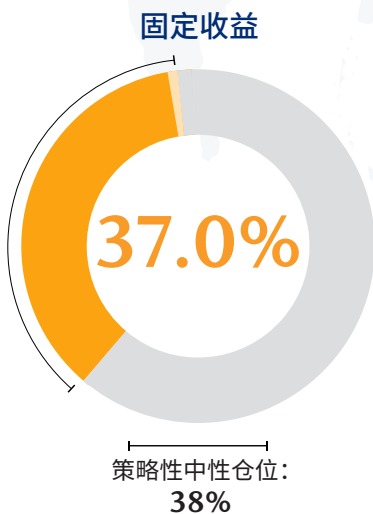
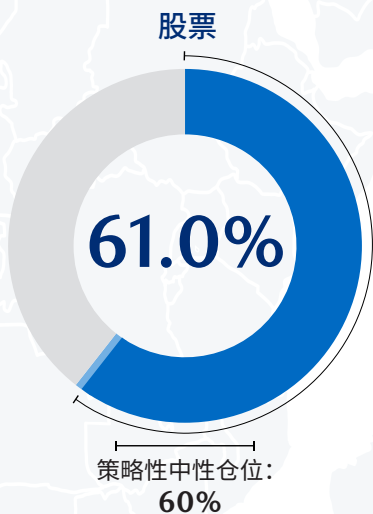
资产组合 – 降低股票超配比重，收窄对非美国地区的投资配置

我们的基本预测是经济将保持温和增长态势，且通胀水平保持平稳，足以支持美联储继续降息。在此背景下，我们预计主权债券将提供与现金资产相当的回报，并在经济表现不及预期时，为应对股市波动提供缓冲作用。我们预计股票将继续跑赢债券，但也认识到，在今年强劲表现的推动下，部分地区的股票估值已升至极度高估的水平，实现巨额收益的潜力已有所削弱。因此，本季度我们已将股票超配比重下调一个百分点，并将收益转为持有现金。

考虑到大型科技股的强劲势头可能持续，我们还借此机会调整了地区股票配置，增加了对美国股票的敞口。但鉴于美国股票估值相对较高，我们对其仍维持低持仓比重。相应地，我们适度减少了对国际股票的敞口，但鉴于其估值相对具备吸引力，目前仍维持稍微偏高的持仓比重。对于平衡的全球化投资者，我们目前建议的资产组合为股票 61.0%（策略性中性仓位：60.0%），债券 37.0%（策略性中性仓位：38.0%）和现金 2.0%。

建议资产组合

RBC GAM 投资策略委员会



注：截至 2025 年 11 月 30 日。数据来源：RBC GAM

披露声明

本资料由 RBC 环球资产管理 (RBC Global Asset Management, 简称 RBC GAM) 提供, 仅供参考之用。未经 RBC GAM 或本资料所列关联实体的书面同意, 不得予以复制、分发或发布。RBC GAM 是加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada, 简称 RBC) 的资产管理部门, RBC 旗下包括 RBC 环球资产管理公司 (RBC Global Asset Management Inc., 简称 RBC GAM Inc.)、RBC 环球资产管理 (美国) 公司 (RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., 简称 RBC GAM-US)、RBC 环球资产管理 (英国) 有限公司 (RBC Global Asset Management (UK) Limited, 简称 RBC GAM-UK) 和 RBC 环球资产管理 (亚洲) 有限公司 (RBC Global Asset Management (Asia) Limited, 简称 RBC GAM-Asia), 这些公司均是独立运营, 但属 RBC 的联营附属公司。

在加拿大, 本资料可能由 RBC GAM Inc. (包括 PH&N Institutional) 分发, 该公司受各省份和地区证券委员会监管。在美国, 本资料可能由 RBC GAM-US 分发, 该公司为一家在 SEC 注册的投资顾问公司。在英国, 本资料可能由 RBC GAM-UK 分发, 该公司受英国金融行为监管总署 (UK Financial Conduct Authority, 简称 FCA) 授权和监管, 并在美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, 简称 SEC) 完成注册, 同时经美国商品期货交易委员会 (Commodity Futures Trading Commission, 简称 CFTC) 授权, 成为美国全国期货协会 (National Futures Association, 简称 NFA) 成员。在欧洲经济区, 本资料可能由 BlueBay Funds Management Company S.A. (BBFM S.A.) 分发, 该公司受卢森堡金融部门监督委员会 (Commission de Surveillance du Secteur Financier, 简称 CSSF) 监管。在德国、意大利、西班牙和荷兰, BBFM S.A. 依据《可转让证券集合投资计划指令》(2009/65/EC) 和《另类投资基金管理人指令》(2011/61/EU), 以分支机构通行证开展运营。在瑞士, 本资料可能由 BlueBay Asset Management AG 分发, 其在瑞士的代表及担当付款人为法国巴黎银行证券服务公司 (BNP Paribas Securities Services) 苏黎世分行 (地址 Selnaustrasse 16, 8002 Zurich, Switzerland)。在日本, 本资料可能由 BlueBay Asset Management International Limited 分发, 该公司在日本财务省关东地方财政局 (Kanto Local Finance Bureau of Ministry of Finance) 完成注册。在亚洲其他国家/地区, 本资料可能由 RBC GAM-Asia 分发, 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) 完成注册。在澳大利亚, 针对金融服务业务, RBC GAM-UK 可豁免遵守《公司法》中关于持有澳大利亚金融服务牌照的要求, 因为该公司依据英国法律接受 FCA 监管, 而这些法律与澳大利亚法律有所不同。上文所列的所有与分发业务相关的实体在本资料中统称为 "RBC GAM"。

若任何司法管辖区禁止分发本资料, 则本资料不得分发给该等司法管辖区内的投资者。

上述的注册和成员身份不应被解读为相应的牌照发放机构或注册主管部门对 RBC GAM 进行背书或批准。

本资料不构成在任何司法管辖区购买或出售任何证券、产品或服务的要约或邀请, 亦无意在此提供任何投资、财务、法律、会计、税务或其他意见, 任何人士不应依赖或据此提供此类建议。本资料所述的所有产品、服务或投资并非在所有司法管辖区均有提供, 因当地监管及法律要求, 其中部分仅能在有限范围内提供。有关 RBC GAM 的其他信息, 请访问 www.rbcgam.com。强烈建议目标读者自行咨询顾问进行独立评估, 并就所有交易的投资价值与风险、法律、信用、税务及会计相关方面, 独立判断并形成结论。

本资料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。从第三方获得的信息被认为是可靠的, 但 RBC GAM 及其附属机构或任何其他人士对这些信息的准确性、完整性或正确性不作任何明示或暗示的陈述或保证。RBC GAM 及其附属机构对此类信息的任何错误或遗漏不承担任何责任。本资料所载的意见反映了 RBC GAM 的判断和思维领导力, 随时可能变更, 恕不另行通知。

本资料所载的一些陈述可能视为前瞻性陈述, 提供对未来结果或事件的当前预期或预测。前瞻性陈述不能保证未来的业绩或事件, 并且涉及风险和不确定性。不要过度依赖这些陈述, 因为实际结果或事件可能与此类陈述存在显著差异。

® / ™ 表示加拿大皇家银行的商标。在牌照许可下使用。

© RBC 环球资产管理公司 2025 年版权所有。

In the event of any conflict or ambiguity between the Chinese and English texts, the English language text shall govern. This Chinese version is for reference only. 若中英文版本之间出现任何冲突或歧义, 以英文版为准。此中文版仅供参考。

发布日期: 2025 年 12 月 15 日

32467 (12/2025)

EXECUTIVE SUMMARY_NEW YEAR 2026_SC 12/15/2025

