

執行摘要



2026 年新年



Eric Savoie, MBA, 特許金融分析師, 特許市場技術分析師
RBC 環球資產管理公司
高級投資策略師



Daniel E. Chornous, 特許金融分析師
RBC 環球資產管理公司
環球首席投資官

我們預測經濟將保持溫和增長，通脹會回落至足以促使美國聯儲局（簡稱「美聯儲」）持續減息的水平，並有利於企業盈利強勁增長。我們依然認為股票會跑贏債券，但同時也認識到，在今年強勁表現的推動下，部分資產估值已升至極端水平，削弱了產生巨額收益的潛力。

在多項重要利好因素下，2026 年經濟增長將適度加速

2025 年，由於美國加徵關稅及移民人口急跌，經濟增長有所放緩；但在財政刺激措施和各國央行持續減息的支持下，相關負面影響得以部分抵銷。我們認為，未來一年經濟增長有望適度加速，甚至可能超過市場預期共識，出現令人驚喜的結果。關稅帶來的阻力預計將會消退，而多項重要利好因素亦將陸續

浮現。這些利好因素包括減息、進一步的財政刺激措施、低油價、股市帶來的正面財富效應、人工智能 (AI) 支出的進一步增長，以及 AI 推動生產力提升的初步顯現。相較其他已發展經濟體，美國經濟增長預期仍會保持領先。

預計未來一年，通脹將適度改善

受關稅和疫情後創傷的影響，美國通脹水平仍然過高，其他幾個已發展市場的通脹水平亦稍為偏高。我們對 2026 年 CPI 預測略高於市場共識，主要由於在通脹持續存在且財政赤字高企的情況下，各國央行採取較為激進的寬鬆政策，從而可能提高當局對高通脹的容忍程度。

儘管如此，同比通脹率預期仍將於 2026 年春季見頂，隨後逐步回落。此觀點受多項因素支持，包括美國勞工市場正在降溫，關稅對通脹的影響相對溫和，住屋成本回落，油價亦處於低位。整體而言，通脹回落幅度可能低於市場預期共識，但在未來一年仍可望改善。

踏入新一年，美元可能再現疲弱

美元長達兩年的跌勢似乎已暫時止步，這與我們對美元將於 2025 年及明年持續走弱的預測有偏差。美元自 9 月起出現的溫和反彈，乃源於市場認為美國經濟增長優於預期，加上科技投資持續加碼，有望至少在短期內支撐美國國債收益率。需要指

出的是，美元年初至今仍下跌了 9%，因此我們有理據認為，美元將在 2026 年某個時間點再現疲弱。我們認為，鑑於財政狀況持續改善，且債券收益率頗具吸引力，新興市場貨幣將繼續成為美元進一步貶值的主要受害者。

貨幣寬鬆週期尚未結束

今一輪貨幣寬鬆週期仍未結束。我們在預測中納入額外的經濟支持因素，以反映早前減息的滯後效應，並考慮未來進一步寬鬆措拖的影響。特別是美聯儲，在政策立場由限制性逐步轉向中性的過程中，仍有空間多次減息，而美聯儲近期終止量化緊

縮的決定亦具支持作用。預計 2026 年美聯儲決策的成員會偏鴿派，這進一步支持了以上觀點。我們認為，英倫銀行似乎亦有空間採取進一步寬鬆措拖。

主權債券與企業債券上行潛力有限

中長期政府債券收益率的前景與短期利率不同，原因在於實質收益率中包含的風險溢價，或會限制美國 10 年期國債收益率由目前水平大幅回落。按我們的模型推算，10 年期國債收益率理論上應由現時 4.0% 的水平回落；但實際能否實現，須視乎通膨壓力會否緩和，以及市場對政府財政狀況的憂慮會否降溫。鑑於各國政府似乎傾向於維持龐大的財政赤字，我們預測政府固定收益資產的回報將接近票息或類似現金資產的水平。

政府債券與企業債券收益率之間的差距已收窄至自全球金融危機以來的最低水平，當前信貸風險溢價處於歷史低位。儘管如此，由於企業違約風險偏低，息差持續擴大條件尚不具備。息差可能持續處於偏窄水平，尤其在對經濟衰退的憂慮相對緩和的情況下，而信貸週期的此階段往往會持續較長時間。

股市飆升至歷史新高，而美國超大型股之外的部分板塊仍見投資價值

2025 年大部分主要股市最終回穩，為投資者帶來可觀回報。由於市場出現強勁升幅，各地資產估值均普遍上升，估值偏高的問題亦由美國大型股擴散至其他板塊。標普 500 的估值水平最高，而加拿大和日本股市的估值亦高出其公允價值接近一個標準偏差。歐洲及新興市場股票指數仍低於其公允價值，具備較高的投資吸引力。

標普 500 如要延續升勢，企業盈利增長將越趨關鍵。好消息是，隨著利潤率上升，相對溫和的收入增幅得以轉化為雙位數的盈利增長。如果明年利潤率符合分析師預期，並如今年般上升一個百分點，則可望於 2026 年實現雙位數的利潤增長。要從現時水平取得可觀回報，市盈率須持續高於均衡水平約一個標準偏差，或者盈利須優於預期。正面結果當然可能實現，惟鑑於估值已處於歷史高位，一旦預期落空，市場容易出現波動。

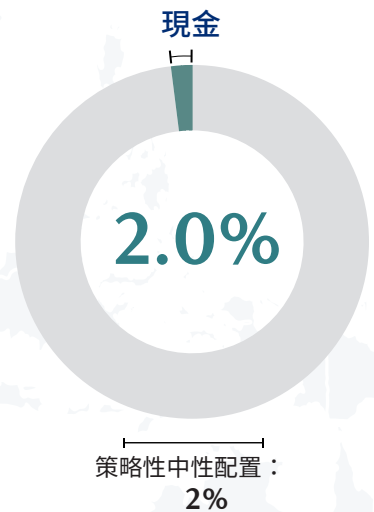
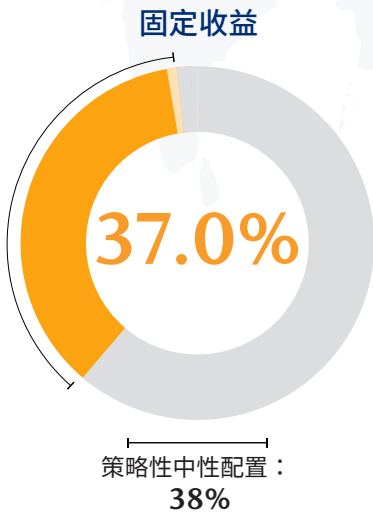
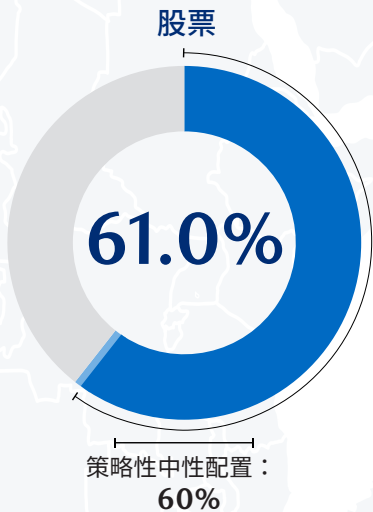
資產組合 — 降低股票超配比重，收窄對非美國地區的投資配置

我們的基礎假設是經濟溫和增長，且通脹保持足夠平穩，允許美聯儲繼續減息。在此背景下，我們預期主權債券的回報將接近現金資產，並在經濟表現遜於預期時，為股市波動提供緩衝。我們預計股票將繼續跑贏債券，但也認識到，繼今年強勁升勢推動部分領域的估值升至極端水平後，產生巨額收益的潛力已有所削弱。因此，我們今季將股票超配比重調低一個百分點，並將收益轉為持有現金。

考慮到超大型科技股的強勁勢頭可能持續，我們亦藉此調整地區股票配置，增加美股敞口。但鑑於美股估值相對偏高，我們對其仍維持低持倉比重。相應地，我們已減少持有國際股票，但由於其估值相對具吸引力，目前仍維持稍微偏高的持倉比重。對於平衡而全球化的投資者，我們目前建議的資產組合為 61.0% 股票（策略性中性配置：60.0%），37.0% 債券（策略性中性配置：38.0%）和 2.0% 現金。

建議的資產組合

RBC GAM 投資策略委員會



備註：截至 2025 年 11 月 30 日。資料來源：RBC GAM

披露聲明

本資料由 RBC 環球資產管理 (RBC Global Asset Management, RBC GAM) 提供，僅作參考資料用途；未經 RBC GAM 或其此處所列之相關關聯實體書面同意，不得重製、分發或發佈本文件。RBC GAM 是加拿大皇家銀行 (Royal Bank of Canada, RBC) 的資產管理分部，RBC 旗下包括 RBC 環球資產管理公司 (RBC Global Asset Management Inc.，簡稱 RBC GAM Inc.)、RBC 環球資產管理 (美國) 公司 (RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.，簡稱 RBC GAM-US)、RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司 (RBC Global Asset Management (UK) Limited，簡稱 RBC GAM-UK)，以及 RBC 環球資產管理 (亞洲) 有限公司 (RBC Global Asset Management (Asia) Limited，簡稱 RBC GAM-Asia)；該等公司各自獨立經營，均為 RBC 的關聯附屬公司。

在加拿大，本資料可能由 RBC GAM Inc. (包括 PH&N Institutional) 分發，該公司受各省級及地區證券監管委員會所監管。在美國，本資料可能由 RBC GAM-US 分發，該公司為 SEC 註冊投資顧問行。在英國，本資料可能由 RBC GAM-UK 分發，該公司受英國金融行為監管局 (UK Financial Conduct Authority，簡稱 FCA) 授權和監管，已向美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission，簡稱 SEC) 註冊，並為美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission，簡稱 CFTC) 授權的全國期貨協會 (National Futures Association，簡稱 NFA) 成員。在歐洲經濟區，本資料可能由 BlueBay Funds Management Company S.A. (BBFM S.A.) 分發，該公司受盧森堡金融業監管委員會 (Commission de Surveillance du Secteur Financier，簡稱 CSSF) 監管。在德國、意大利、西班牙和荷蘭，BBFM S.A. 根據可轉讓證券集體投資計劃指令 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive, 2009/65/EC) 和替代投資基金管理人指令 (Alternative Investment Fund Managers Directive, 2011/61/EU)，在分行牌照通行權下營運。在瑞士，本資料可能由 BlueBay Asset Management AG 分發，代表和付款代理人為法國巴黎銀行證券服務公司 (BNP Paribas Securities Services) 蘇黎世分行 (地址：Selnaustrasse 16, 8002 Zurich, Switzerland)。在日本，此資料可能由 BlueBay Asset Management International Limited 分發，該公司已向日本財務省關東地方財務局 (Kanto Local Finance Bureau of Ministry of Finance) 註冊。在亞洲其他地區，本資料由 RBC GAM-Asia 分發，該公司已向香港證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission，簡稱 SFC) 註冊。在澳洲，在金融服務方面，RBC GAM-UK 根據《公司法》獲豁免需持有澳洲金融服務牌照的要求，理由為該公司受英國法律下的 FCA 所監管，而該等法律與澳洲法律有異。上述所有分發相關實體在本資料中統稱為「RBC GAM」。

若任何司法管轄區禁止分發本資料，本資料恕不向該等司法管轄區的投資者分發提供。

所提及的註冊和會員資格不應被解讀為相關授權或註冊機構對 RBC GAM 的背書或認可。

本資料恕不構成在任何司法管轄區內買賣任何證券、產品或服務的要約或請求；亦無意在此提供任何投資、財務、法律、會計、稅務或其他意見，任何人士也不應依賴此等資訊作為相關建議或行動的依據。本資料所述的所有產品、服務或投資並非在所有司法管轄區均有提供，並且因各地監管和法律要求，當中部分只能在有限的基礎上提供。如需更多關於 RBC GAM 的資訊，敬請瀏覽 www.rbcgam.com。強烈建議收到本資料的人士與自己的顧問進行獨立評估，並就所有交易的投資價值和風險、法律、信用、稅務和會計範疇自行得出結論。

本資料所載的任何投資和經濟展望資訊由 RBC GAM 自不同來源整合歸納得出。從第三方處獲得的資訊被認為是可靠的，惟 RBC GAM、其關聯公司或任何其他人士對該等資訊的準確性、完整度與正確性不作任何明示或暗示的聲明或保證。RBC GAM 及其聯營公司對此等資訊的任何錯誤或遺漏概不負責。本資料包含的意見反映 RBC GAM 的判斷和思維領導力，並可能隨時更改，恕不另行通知。

本資料所載的部分陳述可能被視為具前瞻性，提供對未來結果或事件的當前預期或預測。前瞻性陳述並不能保證未來的表現或事件，當中涉及風險與不確定因素。請勿過度依賴這些陳述，因為實際結果或事件可能會存在顯著差異。

® / ™ 表示加拿大皇家銀行的商標。在牌照許可下使用。

© RBC 環球資產管理公司 2025 年版權所有

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. 若中英文版本之間存在任何矛盾或不明確之處，以英文版為準。本中文版僅供參考。

發佈日期：2025 年 12 月 15 日

32467 (12/2025)

EXECUTIVE SUMMARY_NEW YEAR 2026_TC(HK) 12/15/2025

