



全球投资组合顾问委员会的观点

2025 年 12 月 18 日

摘要：全球透視 2026 年展望

全球投资组合顾问委员会

未来已至……疾驰不息。我们在此分享《全球透視 2026 展望》的关键洞见，重点说明未来 1 年及更长时间内，可能塑造金融市场走势的力量，以及潜在的投资机会。

四分之一世纪的关键关口

能够持续数十年的宏观主题，对金融市场而言往往最为关键，RBC 全球资产管理公司的首席经济师 Eric Lascelles 探讨了 21 世纪后半段可能出现的局面。他认为，一些长期存在的主题很可能再次出现，部分相对较新的主题可能延续，同时也可能出现全新的主题。

延续长久以来的主题：

- **中国**仍有望实现显著、但可能略为放缓的经济增长；
- 随着新兴经济体崛起，**全球中产阶级**将持续扩大；
- 生育率持续下降、寿命延长，**人口结构挑战**势将加剧；以及
- 科技产业看来仍有能力持续处于经济增长的核心位置。

可能持续的近期主题：

- **全球秩序正由美国主导的西方霸权体系，转向多极化世界架构**，多个国家共同扮演领导角色；

专题报告

Wealth Management 财富管理

全球 透視 2026 年展望

未来已至……
疾驰不息

制作：东岸时间 2025 年 11 月 28 日下午 12:01；刊出：东岸时间 2025 年 12 月 2 日上午 10:00
有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅 [第 36 页](#)。

RBC 财富管理提供的投资和保险产品不受联邦存款保险公司或其他联邦政府机构的保险，也不是银行或银行附属机构的存款或债务，或由银行或银行附属机构提供担保，并且存在投资风险，包括可能损失投资本金。

如有需要，可提供《全球透視 2026 年展望》完整 PDF 报告。

有关我们的地区分析师对本周的看法，请参阅 [第 4-5 页](#)。

RBC 财富管理提供的投资和保险产品不受联邦存款保险公司或其他联邦政府机构的保险，也不是银行或银行附属机构的存款或债务，或由银行或银行附属机构提供担保，并且存在投资风险，包括可能损失投资本金。

有关重要信息披露、非美国分析师信息披露以及作者的联系资料，请参阅 [第 7 页](#)。

除非另有说明，所有价格均为 2025 年 12 月 17 日的收市价（美元）。制作：东岸时间 2025 年 12 月 18 日下午 2:48；刊出：东岸时间 2025 年 12 月 18 日下午 3:00

- 全球秩序由“以规则为基础”转向“以实力为基础”，较强势的国家对国际规范的尊重意愿下降，可能提高冲突风险，并意味着军事开支将进一步上升；
- 人工智能**很可能在未来数十年持续成为核心主题；
- 虽然气候变化的可见影响日益凸显——包括受灾最严重国家的移民潮——**但应对气候变化的政治意愿可能持续减弱**；
- 去全球化**趋势可能持续——但步调或许不如近期那般急速；以及
- 债券市场**可能持续对财政失衡保持高度警觉，导致收益率曲线相对陡峭。

新兴主题：

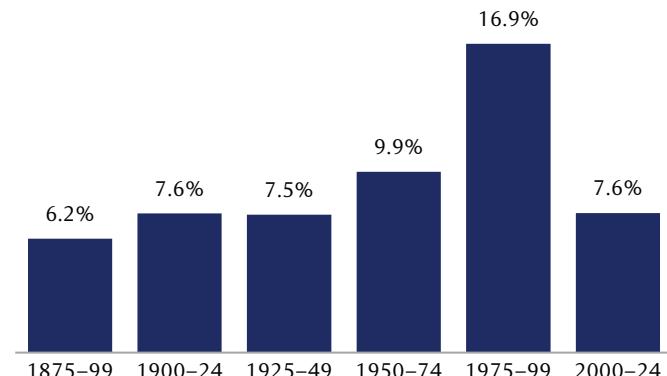
- 随着移民减少及其他公共政策削弱部分长期成长动能，**美国的经济发展优势可能逐步流失**；因此，美元及美国国库券市场的影响力，随时间推移可能略为下降；
- 在多项令人振奋、甚至具革命性的科技推动下（包括人工智能在机器人与感测器上的应用、医疗创新等），**生产力有望加快增长**；
- 石油需求可能于 2029 至 2034 年间见顶**，但油价仍将由供需互动所决定；
- 凭藉庞大人口与快速增长，**印度与东南亚国家在全球经济中的影响力可能日益提升**；以及
- 由于估值与利润率自目前水平进一步上升的空间有限，**股市未来可能仅能带来较为温和的回报**。

全球股票：仍有上行，但幅度较小

我们认为，投资者应以“正回报”而非“高于平均”作为规划目标。实现正回报的前提，在于主要经济体（尤其是美国）避免陷入衰退，且 GDP、企业盈利增长、通胀与利率的实际表现，大致符合目前市场普遍预测。

我们认为，标普 500 指数于 2026 年实现“中个位数回报加上股息”的必要条件，很可能出现。这些条件包括：通胀进一步小幅降温，使美联储得以再降息一至两次，从而使标普 500 的企业盈利接近 2026 年普遍预测的每股 310 美元。企业与消费者信心具韧性、货币宽松的递延效果，以及有利税制政策，皆有助于推升美国 GDP 与盈利增长。

标普 500 年化总回报



总回报是使用彭博与 Robert J. Shiller 的价格指数数据，以及彭博与 Multpl.com 的股息收益率数据进行估算。

如需了解更多关于宏观趋势与市场表现的深入分析，请参阅《全球透视 2026 年展望》中的文章[《四分之一世纪的关键关口》](#)及[《仍有上行，但幅度较小》](#)。

资料来源—RBC 全球资产管理、Robert J. Shiller、彭博、Multpl.com

人工智能对美国 GDP 增长预期亦极为关键，原因在于大型开发商庞大的资本开支规模。虽然人工智能相关资本开支仍将维持在高水平，但其增长速度可能于 2026 年放缓，且最终可能受到发电能力限制。

美国以外，多数已开发经济体正采取刺激性的货币与财政政策。各国政府增加国防开支，央行则下调利率。然而，它们同时也面临多项相似挑战，包括 GDP 增长乏力、贸易不确定性、财政负债持续攀升，以及政治局势紧张。

目前，标普 500 指数以及加拿大、欧洲和日本的大盘股指数，其市盈率均高于长期平均水平。从目前的情况来看，要实现高于平均的股市收益，需要经济、通胀和利率等有利于市场的因素罕见地同时出现。整体而言，全球大型股指数于 2026 年实现“中个位数回报加上股息”的条件要求相对较低，也较有可能实现。

投资组合中的股票配置，应达到但不超过事先设定的长期股票比重，并预留在必要时转趋防御的策略空间。我们对整体股票维持“与市场比重一致（Market Weight）”的立场。

如需了解我们对 2026 年各地股票与固定收益市场的看法，请参阅第 3 页。

全球透视 2026 年展望：地区观点

美国

我们认为，股市牛市要持续，必须满足以下条件：经济与企业获利持续以健康速度增长；人工智能周期的焦点需转向人工智能应用的生产力提升及其在科技业之外带来的财务效益；以及通常伴随中期选举年的市场波动需得以避免。

由于科技产业在市场市值中占比极高，标普 500 整体获利增长，仍将在很大程度上受其影响。市场对人工智能泡沫的疑虑可能持续存在，但目前我们看到的仍属“黄色预警讯号”，而非全面性的泡沫。

股市估值偏高确实令人关注，但只要经济及／或盈利增长未出现明显下滑，这样的估值水平仍可能维持。我们偏好股息增长型股票，以及医疗保健产业。

固定收益投资收益率在历史上仍具吸引力，但我们认为长期收益率仍有温和上行空间；核心通胀可能维持在 3.0% 以上，即使失业率预估仅小幅升至 4.6%。这将对债券价格、进而对总回报构成下行压力。

信贷市场估值仍处于历史高位，我们预期债券供应将增加，且主要来自科技企业，可能拖累整体表现。

加拿大

近期联邦预算案中，政府提出未来 5 年增加 2,800 亿加元的开支与资本投资，可能为标普／多伦多指数组提供进一步助力。我们持续看好资产负债表稳健、盈余具可持续性或增长潜力，且管理团队具备应对市场波动良好纪录的企业。

加拿大央行行长麦克勒姆（Tiff Macklem）已表示，央行目前很可能已暂停进一步放松货币政策。由于赤字疑虑推升长期债券收益率，使收益率曲线趋于陡峭，这有利于在投资组合中增加存续期（duration）。长期债券较高的起始收益率，有助于抵消收益率进一步陡峭化的风险。

英国

英国股市估值具有吸引力，可能继续表现良好。我们仍偏好金融股，因其一向具备较高的股东回报水平。若英国央行的货币宽松幅度超出目前市场预期，对利率敏感的产业（如房地产）可能表现更佳。

随着近期加税预算降低了财政风险，加上货币政策转趋宽松，我们认为英国国债（Gilts）有机会表现优于其他市场。财政部的发债规模可能已过高峰，且由于退休基金需求下降，发债结构正逐步降低长期公债的比重。

欧洲

2026 年该地区经济增长有望小幅回升，主要得益于德国增加的基础设施投资和国防开支。STOXX 欧洲 600（除英国外）指数（我们首选的欧元区股票代表指数）的估值略高于其长期平均水平，我们认为，鉴于该地区中期增长前景的改善，这是合理的。

我们持续偏好可受惠于财政刺激的产业，例如部分工业、原材料及银行股。

由于整体债券供应增加，且我们预期 2026 年收益率将走高（尤其是在德国），我们对欧洲主权债券维持审慎态度。

亚太地区

中国政府持续将科技发展列为优先事项，重点发展高端制造业，而国内企业作为众多关键组件的供应商，应能持续受益于全球人工智能开支热潮。中美达成的为期 1 年的贸易休战协议，应能支撑 2026 年中国经济及股市信心。

高市早苗自 10 月就任首相以来，已宣布多项应对通胀的措施，加速国防开支增长的时间表，并公布了尖端产业的增长战略。总体而言，我们认为这些措施足以应对通胀并提振低迷的中产阶级消费。

如需进一步了解这些观点，
可提供《全球透视 2026 年展望》完整 PDF 报告。

PDF 版本包含大宗商品与货币的预测。

美国

Michael Roedl——明尼阿波利斯

- 美国劳工统计局周二公布的经济数据显示，**就业市场有进一步降温的迹象：美国 11 月失业率持续上升**，从 9 月的 4.4% 增至 4.6%（由于政府停摆，10 月未公布失业率数据）。尽管失业率升至 4 年多来的最高水平，但部分上升是因为有更多人进入就业市场，这相比企业大规模裁员而言是一个较佳的情况。在就业方面，虽然 10 月非农就业人数出现自 2020 年底以来的最大跌幅（延后的职位统计于周二公布），但数据受到联邦政府裁员延迟离职的影响而失真，这些延后离职的人数在 10 月才正式从就业统计中剔除。因此，我们认为 11 月的非农就业数据更能准确反映美国就业市场的实际状况，该月就业人数增加 65,000 人，高于彭博经济学家预期的 50,000 人增幅。**虽然美联储官员仍略微倾向于进一步降息，但我们认为周二就业报告的某些方面表现积极，这或许使美联储在新的一年伊始采取观望态度。**
- 根据美国商务部本周早些时候公布的另一份报告，**10 月美国零售销售较 9 月变化不大，此前汽车销售大幅回落，但其他类别的消费增长抵消了这一影响**。尽管汽车销售按月下降 1.6%（可能受联邦电动车税收抵免政策到期影响），但 13 个零售类别中有 8 个呈现增长，其中百货公司与线上零售商的销售表现尤为强劲。
- **11 月美国通胀数据显示，物价年增率降至自 2021 年初以来的最低水平**，经过数月持续的物价压力后，这是一项显著改善。消费物价指数（CPI）较去年同期上涨 2.7%，而剔除食品与能源价格的核心 CPI 则上升 2.6%。虽然该报告带来了通胀可能下行的希望，**但美联储主席鲍威尔上周表示，消费物价指数（CPI）报告“可能受到政府停摆而失真”**。尽管如此，报告公布后股市与债市均出现反弹，追踪联邦基金利率变动可能性的联邦基金期货则略有回落，因为政策制定者对 2026 年利率走向仍存在分歧。

美国失业率持续上升

截至 2025 年 11 月的月度失业率



资料来源—RBC 财富管理、彭博

加拿大

David Iacono（特许金融分析师）及 Shizhe Zhong——多伦多

- **加拿大 11 月整体消费物价指数（CPI）按年增速维持在 2.2%，略低于市场普遍预期**。加拿大央行偏好的核心通胀指标——CPI 中位数与调整平均 CPI 年增率按年增速——也显示出放缓迹象，均为 2.8%，低于市场普遍预期。核心通胀指标的放缓广泛反映了服务价格涨幅的回落，包括房租、旅游团费和住宿价格。然而，部分关键领域的上行压力依然存在，其中最显著的是食品杂货价格，按年大涨 4.7%，为自 2023 年 12 月以来的最大年度涨幅。据 RBC 经济研究部称，约 54% 的 CPI 项目 3 个月通胀率（经年化处理）超过 3%，高于 10 月的 50%。11 月 CPI 数据与 RBC 经济研究部的基准预测一致，即加拿大央行已结束其货币政策宽松周期，并将在可预见的未来维持利率不变，下一轮加息周期可能在 2027 年第 1 季开始。
- **加拿大央行行长麦克勒姆（Tiff Macklem）表示，央行正在为 2026 年的货币政策框架评估做准备**。麦克勒姆周二在蒙特利尔发表年终演讲时表示，加拿大央行无意重新审视其 2% 的通胀目标，但也承认全球环境的变化令政策制定变得更加复杂。麦克勒姆还谈及近期食品价格的加速上涨，指出 11 月食品杂货通胀率升至近两年来的高位，按年达到 4.7%。他强调，推动这一上涨的多项因素——尤其是美国对咖啡征收的关税、不利天气以及疲弱的收成——预计将在未来几个月内缓解。除了货币政策之外，麦克勒姆也讨论了加拿大央行日益扩大的监管职责，包括对稳定币、开放银行以及即时支付系统的监管。他表示，稳定币应与央行货币保持一比一的锚定关系，并由高质量、高流动性的资产作为支撑。

欧洲

Frédérique Carrier 及 Rufaro Chiriseri (特许金融分析师) ——
伦敦

- **英国央行宣布降息 25 个基点，将利率下调至 3.75%，符合市场和我们的预期。**根据英国央行货币政策委员会的声明，通胀“目前预期在短期内将更快回落至目标水平”，而通胀风险则“较先前略为缓和”。然而，委员会内部仍存在分歧。根据近期的企业调查，较为鹰派的成员担心通胀预期可能维持在高位，且明年薪资通胀回落进程可能出现停滞。虽然委员会表示，“对于是否进一步放宽政策的判断将更为两难”，但我们仍预期将于 2026 年第 1 季实施降息。
- **英国失业率于 10 月升至 5.1%，高于 9 月的 5.0%，创下 5 年来新高。**私营企业的工资增长意外放缓，由 4.2% 降至 3.8%。英国整体 CPI 与服务业 CPI 通胀亦意外低于预期，分别下降至按年 3.2% 与 4.4%。
- **欧洲方面，欧洲央行如市场普遍预期，将关键利率维持在 2% 不变。**欧洲央行 12 月由内部经济与研究人员所做的预测，相较于 9 月，上修了 2025 至 2027 年的 GDP 增长率估计，主要受到国内需求推动，尤其是私人企业的支撑。由于薪资增长高于预期，通胀被描述为“比平常更不确定”；因此，进一步放宽政策的门槛仍然很高。我们预期 2026 年不会降息。
- **欧盟委员会主席冯德莱恩 (Ursula von der Leyen) 将于 12 月 20 日前往巴西，与南方共同市场 (Mercosur) 国家（阿根廷、巴西、巴拉圭及乌拉圭）签署贸易协定；然而，该协议的生效仍需所有欧盟成员国最终批准，而截至本文撰写时，她尚未取得全部批准。**经过 25 年谈判，该协议将为欧盟工业产品（包括汽车）开放市场，并提供对关键矿产的进入权，从而降低欧盟目前对中国的依赖。对于南方共同市场国家而言，此协议提供了向欧盟出口农产品的机会。
- **尽管欧洲贸易委员会近期新增了保护性保障措施，以防廉价南美进口冲击农民收入，欧洲农民——尤其是法国、意大利和波兰的农民——仍反对这项协议。**他们指出南美洲在环境保护与动物福利方面的规范较为宽松，且欧盟提出的支持措施不足。我们认为，若进一步拖延，可能会让南方共同市场国家失去耐心，甚至放弃该协议。对欧盟而言，若未能签署此协定，将普遍被视为未能成功将出口多元化、摆脱对美国及其关税的依赖。这也可能危及欧盟目前正在与印度和马来西亚洽谈的其他贸易协议。

亚太地区

Belmen Woo —— 新加坡

- **中国方面，由于 11 月数据疲弱，房地产市场的情绪再次转差。**新建住宅价格按月下跌 0.39%，房地产投资按年下跌 30%，新房销售按年萎缩 28%。出乎意料的是，房地产开发商中国万科（部分国有）未能获得债券持有人批准，延长其原定于 12 月 15 日到期的 20 亿元人民币境内债券付款。违约风险上升，正增加政策制定者的压力，促使他们加大力度稳定疲弱的房地产市场。
- **日本方面，焦点集中在周五的日本央行货币政策会议，市场普遍预期日本央行将把基准利率上调 25 个基点至 0.75%，创 30 年来新高。**然而，投资者可能会密切关注日本央行行长植田和男对未来利率走势的预测。尽管加息通常有助于提振货币，但鉴于日本首相高市早苗的亲刺激政策政府在应对通胀上升并刺激经济增长方面仍存在不确定性，投资者已将偏鸽派的讯息计入价格。日元兑美元在周中一度升值 0.92%，达到 154.40，但随后回吐大部分涨幅，截至本文撰写时报 155.92。RBC 资本市场预期，日元将在 2026 年第 4 季升值至 147。
- **在固定收益市场方面，美元持续走弱使以美元计价的新兴市场债券成为焦点。**美元贬值往往成为新兴市场固定收益资产的有利因素，因为美元债务的借款人——无论企业还是国家——在资产负债表上获得意外之利，债务偿付成本下降，从而可能刺激企业与经济增长。用于追踪全球美元新兴市场债券表现的摩根大通“EMBI 全球息差指数”今年以来表现强劲，信贷息差收窄约 62 个基点（回报率 21%）。随着因美国就业市场不确定性与货币政策宽松而导致的美元走弱趋势可能持续，我们认为，凭藉强劲的经济增长、稳健的基本面以及资本流入增加，新兴市场固定收益资产在 2026 年仍具备持续良好表现的条件。

美元走弱带动新兴市场信贷息差收窄

摩根大通“EMBI 全球息差”相对于美元指数 (DXY)



“EMBI 全球息差”衡量以美元计价的新兴市场主权债券与可比美国国库券之间的收益率差距（息差）。当该指数下行（息差收窄）时，对债券表现而言是正面的。

资料来源——RBC 财富管理、彭博；数据涵盖至 2025 年 12 月 17 日

市场 成绩表

股票 (当地货币)	水平	月初至今	年初至今	1年	2年
标普 500 指数	6,721.43	-1.9%	14.3%	11.1%	42.4%
道琼斯工业平均指数	47,885.97	0.4%	12.6%	10.2%	28.4%
纳斯达克指数	22,693.32	-2.9%	17.5%	12.9%	53.2%
罗素 2000 指数	2,492.30	-0.3%	11.8%	6.8%	25.5%
标普／多伦多综合指数	31,250.02	-0.4%	26.4%	24.4%	52.2%
富时全股指数	5,266.90	0.5%	17.9%	17.7%	27.1%
STOXX 欧洲 600 指数	579.79	0.6%	14.2%	12.9%	21.6%
欧元 STOXX 50 指数	5,681.67	0.2%	16.0%	15.0%	24.9%
恒生指数	25,468.78	-1.5%	27.0%	29.3%	51.7%
上证综合指数	3,870.28	-0.5%	15.5%	15.1%	31.5%
日经 225 指数	49,512.28	-1.5%	24.1%	25.8%	50.2%
印度 Sensex 指数	84,559.65	-1.3%	8.2%	4.8%	18.3%
新加坡海峡时报指数	4,575.48	1.1%	20.8%	20.4%	46.8%
巴西指数	157,327.26	-1.1%	30.8%	26.2%	20.8%
墨西哥指数	62,528.06	-1.7%	26.3%	24.0%	9.4%
政府债券 (基点变化)	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美国 10 年期国库券	4.151%	13.8	-41.8	-24.8	24.0
加拿大 10 年期债券	3.426%	27.8	20.1	28.4	30.6
英国 10 年期债券	4.475%	3.5	-9.3	-4.9	78.8
德国 10 年期债券	2.864%	17.5	49.7	63.4	84.8
固定收益 (回报)	收益率	月初至今	年初至今	1年	2年
美国综合债券	4.33%	-0.4%	7.1%	6.2%	9.1%
美国投资级公司债券	4.84%	-0.5%	7.4%	6.2%	10.2%
美国高收益公司债券	6.70%	0.0%	8.0%	7.5%	18.1%
商品 (美元)	价格	月初至今	年初至今	1年	2年
黄金 (现货每盎司\$)	4,342.04	2.4%	65.4%	64.0%	115.0%
白银 (现货每盎司\$)	66.33	17.4%	129.5%	117.2%	178.0%
铜 (每公吨\$)	11,582.48	3.1%	33.9%	30.6%	37.0%
石油 (美国原油现货每桶\$)	56.85	-2.9%	-20.7%	-18.9%	-20.4%
石油 (欧洲原油现货每桶\$)	60.58	-4.1%	-18.8%	-17.2%	-20.9%
天然气 (每100万BTU\$)	4.11	-15.3%	13.0%	24.2%	64.9%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指数	98.3900	-1.1%	-9.3%	-8.0%	-4.1%
加元／美元	0.7253	1.4%	4.3%	3.8%	-3.0%
美元／加元	1.3788	-1.4%	-4.1%	-3.6%	3.0%
欧元／美元	1.1741	1.2%	13.4%	11.9%	7.8%
英镑／美元	1.3377	1.1%	6.9%	5.2%	5.5%
澳元／美元	0.6606	0.9%	6.8%	4.2%	-1.4%
美元／日元	155.7000	-0.3%	-1.0%	1.5%	9.5%
欧元／日元	182.8000	0.9%	12.3%	13.5%	18.0%
欧元／英镑	0.8777	0.1%	6.1%	6.3%	2.1%
欧元／瑞士法郎	0.9343	0.2%	-0.6%	-0.2%	-1.5%
美元／新加坡元	1.2913	-0.4%	-5.4%	-4.3%	-3.1%
美元／人民币	7.0440	-0.4%	-3.5%	-3.3%	-1.1%
美元／墨西哥比索	18.0059	-1.6%	-13.5%	-10.8%	4.6%
美元／巴西雷亚尔	5.5145	3.4%	-10.7%	-9.8%	11.5%

股票回报不包括股息（巴西指数除外）。
 债券收益率以当地货币计算。铜指数和美国固定收益回报均为周二收市的数据。美元指数衡量美元兑 6 种主要货币的汇率。
 汇率按市场惯例（加元／美元除外）。
 货币回报以每对中的第一种货币报价。

举例说明如何理解货币数据：加元／美元 0.72，表示 1 加元可兑换 0.72 美元。
 加元／美元回报率 4.3%，表示加元兑美元年初至今上涨 4.3%。美元／日元 155.70，表示 1 美元可兑换 155.70 日元。
 美元／日元回报率 -1.0%，表示美元兑日元年初至今下跌 1.0%。

资料来源—彭博；2025年12月17的数据

作者

Frédérique Carrier —— 英国伦敦

frederique.carrier@rbccm.com; RBC 欧洲有限公司

Rufaro Chiriseri (特许金融分析师) —— 英国伦敦

rufaro.chiriseri@rbccm.com; RBC 欧洲有限公司

David Iacono (特许金融分析师) —— 加拿大多伦多

david.iacono@rbccm.com; RBC 多美年证券有限公司

Michael Roedl —— 美国明尼阿波利斯

michael.roedl@rbccm.com; RBC 资本市场有限公司

Belmen Woo —— 新加坡

belmen.woo@rbccm.com; 加拿大皇家银行（新加坡分行）

Shizhe Zhong —— 加拿大多伦多

hizhe.zhong@rbccm.com; RBC 多美年证券有限公司

信息披露及免责声明

分析师认证

本报告中表达的所有观点准确反映了负责分析师对主题证券或发行人的个人观点。本报告中列出的分析师的报酬与该分析师在本报告中表达的建议或观点没有直接或间接的关系。

重要信息披露

在美国，RBC 财富管理作为 RBC 资本市场有限公司的一个部门营运。在加拿大，RBC 财富管理包括但不限于 RBC 多美年证券有限公司、后者是 RBC 资本市场有限公司的外国关联公司。本报告由 RBC 资本市场有限公司编制。该公司为加拿大皇家银行的间接全资子公司，因此也是加拿大皇家银行的关联发行人。

非美国分析师信息披露

其中一位或多为编汇本报告的研究分析师 (i) 未必是纽约证券交易所 (NYSE) 及／或美国金融业监管局 (“FINRA”) 的注册或符合资格研究分析师，及 (ii) 未必是 RBC 财富管理的关联人士，因此他们与目标公司通讯、公开露面及以研究分析师所持账户买卖证券方面未必受 FINRA 第 2241 条规则所规限。

如果是摘要报告（包括 6 家或更多家公司），RBC 财富管理可能会选择提供重要的信息披露以作为参考。如要取得现有的信息披露，客户可参阅 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以检视有关 RBC 财富管理及其关联公司的信息披露。此类资讯也可向 RBC 财富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

推荐历史图表中提及的推荐清单，可能包括由 RBC 财富管理或其关联公司维护的一个或多个推荐清单或模型投资组合。RBC 财富管理的推荐清单包括指导性投资组合：优质收入 (RL 6)、指导性投资组合：股息增长 (RL 8)、指导性投资组合：美国预托证券 (RL 10) 及指导性投资组合：所有市值增长 (RL 12)。缩写 “RL On” 表示证券被列入推荐清单的日期。缩写 “RL Off” 表示证券从推荐清单中删除的日期。自 2023 年 4 月 3 日起，美国 RBC 财富管理的季度报告将作为其模型投资组合的主要沟通方式，并将重点介绍该季度对模型投资组合所做的任何更改。

RBC 资本市场评级分布

就评级分布而言，监管规则规定成员公司不论公司本身的评级类别，而应将评级分为三种评级类型之一：“买入”、“持有／中立”或“卖出”。尽管 RBC 资本市场有限公司的“优于整体板块”、“与板块持平”和“逊于整体板块”与“买入”、“持有／中立”和“卖出”分别极为近似，但含意却不同，因为我们的评级是在相对的基础上确定。

评级分布——RBC 资本市场股票研究

截至 2025 年 9 月 30 日

评级	过去 12 个月提供的投资银行服务		总数	百分比
	总数	百分比		
买入 [优于整体板块]	862	59.24	277	32.13
持有 [与板块持平]	552	37.94	140	25.36
卖出 [逊于整体板块]	41	2.82	5	12.20

RBC 资本市场股票评级系统说明

分析师的“板块”是指分析师提供研究报告的公司范围。因此，对特定股票的评级，仅代表分析师对该股票在未来 12 个月内的看法（相对于分析师的板块的平均水平）。

评级：优于整体板块 (O): 预期未来 12 个月的回报大幅高于板块平均数。

与板块持平 (SP): 预期在今后 12 个月会与板块平均值持平。**逊于**

整体板块 (U): 预期在今后 12 个月会大幅低于板块平均值。**受限制 (R):**

RBC 在某些合并或重要交易以及某些情况下担任顾问时，RBC 政策禁止进行某些类型的沟通，包括投资建议。**无评级 (NR):** 由于法律、规管或政策的限制（例如 RBC 资本市场有限公司在某公司担任顾问角色），该公司的评级、目标价格和估计会被删除。

风险评级： 投机风险评级反映证券的财务或营运可预测性较低、股票交易量流动性较差、资产负债表杠杆率较高，或营运历史有限，导致对财务和／或股价波动的预期较高。

估值以及评级和目标价格面临的风险

RBC 资本市场有限公司在研究报告中对一家公司进行估值时，美国金融业监管局规则和纽约证券交易所规则（已纳入美国金融业监管局规则手册）要求说明估值的依据以及获得估值的障碍。在适用的情况下，这些信息分别包含在我们的研究报告中题为“估值”及“评级和目标价格面临的风险”的部分。

负责编写本研究报告的分析师已经（或将要）获得基于各种因素的报酬，包括 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的总收入，其中一部分收入是或已经是 RBC 资本市场有限公司及其关联公司的投资银行业务活动产生的。

其他信息披露

借助全国研究资料来源编写。RBC 财富管理编写本报告，并对报告的内容和分发承担全部责任。报告内容可能根据（或至少部分根据）我们的第三方研究服务代理所提供的资料编写。我们的第三方代理已授予 RBC 财富管理使用其研究报告作为原始资料的一般许可，但并未审查或批准本报告，也未被告知本报告的发表。我们的第三方代理可能会不时持有本文提及的证券的长仓或短仓、进行交易或做市。我们的第三方代理可能会不时为本报告中提及的公司提供投资银行业务或其他服务，或向其招揽投资银行业务或其他业务。

RBC 财富管理尽一切合理努力，同时向所有符合条件的客户提供研究报告，并考虑到海外司法管辖区的当地时区。在某些投资顾问账户中，RBC 财富管理或指定的第三方将担任我们客户的外包经理，并在收到本报告后为这些账户启动报告中提及的证券交易。这些交易可能在您收到本报告之前或之后发生，并可能对发生交易的证券的市场价格产生短期影响。RBC 财富管理的研究报告发布在我们的专有网站上，以确保符合条件的客户及时收到评级、目标和意见的输入和变更。销售人员可以透过电邮、传真或普通邮件进行额外的分发。客户亦可透过第三方供应商收取我们的研究报告。请与我们的 RBC 财富管理财务顾问联络，了解有关 RBC 财富管理研究的进一步详情。

利益冲突的信息披露：RBC 财富管理已经在证券交易委员会作为经纪人／经销商和投资顾问注册，提供经纪和投资顾问服务。RBC 财富管理的《管理投资研究的利益冲突政策》可浏览网站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2> 与我们投资顾问业务相关的利益冲突，请参阅公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》。相关文件的副本可向财务顾问索取。我们保留随时修改或增补此项政策、《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顾问计划信息披露文件》的权利。

作者受雇于以下其中一间机构：美国 RBC 财富管理——RBC 资本市场有限公司的分部，后者为证券经纪人／经销商，主要办事处位于美国明尼苏达州和纽约州；RBC 多美年证券有限公司——证券经纪人／经销商，主要办事处位于加拿大多伦多；加拿大皇家银行香港分行，受香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会（“证监会”）监管；加拿大皇家银行新加坡分行——持牌批发银行，主要办事处位于新加坡；RBC 欧洲有限公司——持牌银行，主要办事处位于英国伦敦。

研究资源

本文件是由 RBC 财富管理投资组合顾问组内的全球投资组合顾问委员会编制。RBC 财富管理投资组合顾问组，为公司的投资顾问／财务顾问提供资产配置和投资组合构建方面的支持，这些顾问负责组建包含有价证券的投资组合。该委员会利用 RBC 投资策略委员会制定的整体市场前景，并利用 RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场有限公司及第三方资源的研究，提供其他策略及主题支援。

第三方免责声明

全球行业分类标准（“GICS”，是由摩根斯坦利资本国际有限公司（“MSCI”）及标准普尔金融服务有限公司（“标普”）开发，是其专有财产及服务商标，加拿大皇家银行获准使用。MSCI、标普或任何其他参与制定或编纂 GICS 或任何 GICS 分类的各方均不对此类标准或分类（或使用此类标准或分类将获得的结果）作出任何明示或暗示的保证或陈述，所有上述各方特此明确声明不对任何此类标准或分类的原创性、准确性、完整性、适销性和特定用途的适用性作出任何保证。在不限制上述任何规定的前提下，在任何情况下，MSCI、标普、其关联公司或参与制作或编制 GICS 或 GICS 分类的第三方均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或其他损害（包括利润损失）承担任何责任，即使已被告知可能发生此类损害。

免责声明

本报告中包含的资讯由 RBC 资本市场有限公司分部 RBC 财富管理根据相信可靠的来源撰写而成，但加拿大皇家银行、RBC 财富管理及其关联公司或任何其他人对此类资讯的准确性、完整性或正确性不做任何明示或暗示表述或保证。本报告的所有观点和推测，均为 RBC 财富管理截至本报告发布之日的判断，谨供投资者参考，不负有法律责任，如有变更，恕不另行通知。过往的表现并不代表未来的业绩，未来的回报并没有保证，原初的资本亦有可能会损失。加拿大各省、美国各州以及世界上大多数国家都有自己的法律，对可以向本国居民提供的证券和其他投资产品的类型以及相关程序做出规定。因此，本报告中讨论的证券在某些司法管辖区可能不符合销售条件。本报告不是，且在任何情况下都不应被解释为，任何未依法获准在任何司法管辖区开展证券经纪或交易业务的个人或公司，在该司法管辖区以证券经纪或交易商身份进行的招揽。本报告中的任何内容均不构成法律、会计或税务建议或针对个人的投资建议。本资料供客户（包括加拿大皇家银行关联公司的客户）传阅，并不考虑任何特定人士的具体情况或需求。本报告中包含的投资或服

务可能不适合您，如果对此类投资或服务的适合性有疑问，建议您咨询独立的投资顾问。在法律允许的最大范围内，对于因使用本报告或其中包含的信息而引起的或与之相关的直接、间接或后果性损失，加拿大皇家银行或其关联公司或其他人均不承担责任。未经加拿大皇家银行事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版或复制本文件的内容。如需更多信息，请联络我们。

美国居民：本刊物已获得 RBC 资本市场有限公司、纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局（FINRA）、证券投资者保护公司（SIPC）会员的批准。RBC 资本市场有限公司是在美国注册的经纪人／经销商，承担本报告及其在美国分发的责任。对于任何收到本报告的美国人来说，如果您不是注册经纪人／经销商或以经纪人或经销商身分经营的银行，而您希望获得更多本报告所提到的证券资讯，或对本报告讨论到的任何证券进行交易，应与 RBC 资本市场有限公司联系并订阅。国际投资会涉及美国投资通常不会涉及的风险，包含汇率波动、国际税务、政治不稳定及不同的会计准则。

加拿大居民：本刊物已获得 RBC 多美年证券有限公司的批准。RBC 多美年证券有限公司*和加拿大皇家银行是相互独立的公司实体，但有关联。^{*}加拿大投资者保护基金成员。[®]加拿大皇家银行注册商标。获许可使用。RBC 财富管理是加拿大皇家银行的注册商标。获许可使用。

RBC 财富管理（不列颠群岛）：本刊物由 RBC 欧洲有限公司和加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司发行。RBC 欧洲有限公司由审慎监管局授权，并受金融市场行为监管局（FCA 注册号码：124543）。注册办事处：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家银行（海峡群岛）有限公司在泽西岛的投资业务由泽西金融服务委员会监管。注册办事处：Gaspé House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands。

从加拿大皇家银行香港分行收到此资讯的人士：本文件由加拿大皇家银行香港分行在香港分发，该分行受香港金融管理局和证监会监管。本文件不得在香港向《证券及期货条例》（第 571 章）以及根据该条例制定的任何规则定义的“专业投资者”的投资者分发。本文件仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。过往的表现不代表未来的业绩。警告：本文件的内容未经香港任何监管机构审核。建议投资者谨慎投资。如果您对本文件的任何内容有疑问，您应该寻求独立的专业建议。

从加拿大皇家银行新加坡分行收到此资讯的人士：本刊物由加拿大皇家银行新加坡分行在新加坡发行，该银行是取得金融管理局资格的注册实体。本刊物不得在新加坡向非“合格投资者”和“机构投资者”（根据新加坡 2001 年证券及期货法定义）的投资者分发。本刊物仅作一般发行之用，没有考虑任何读者的目的，财务状况或需要。建议您在购买任何产品前，向财务顾问寻求独立的意见。如果您没有获得独立的意见，您应该考虑产品是否适合您。过往的表现不代表未来的业绩。如果您有任何关于本刊物的问题，请联系加拿大皇家银行新加坡分行。

© 2025 RBC 资本市场有限公司 – NYSE/FINRA/SIPC 成员

© 2025 RBC 多美年证券有限公司 – 加拿大投资者保护基金成员

© 2025 RBC 欧洲有限公司

© 2025 加拿大皇家银行

保留所有权利

RBC1253



Wealth
Management
财富管理