



贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

随着美国总统竞选活动向 11 月冲刺，贺锦丽（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策议程正在形成，本文将讨论对经济和股市最重要的政策分歧。

Kelly Bogdanova | 第 4 页

本期其他内容



全球股票
齐声谨慎



全球固定收益
“是时候调整政策了”



主要预测

制作：东岸时间 2024 年 9 月 10 日下午 2:31；刊出：东岸时间 2024 年 9 月 10 日下午 3:30

有关非美国分析师的重要和必要信息披露，请参阅[第 24 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。

全球

透视

2024 年 9 月

目录

4 每月焦点 | 贺锦丽和特朗普对相关问题的立场

随着美国总统竞选活动向 11 月冲刺，贺锦丽（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策议程正在形成，本文将讨论对经济和股市最重要的政策分歧。

18 全球股票 | 齐声谨慎

在第 3 季即将结束之际，由于各种信息混杂，经济形势仍显得模糊不清。

20 全球固定收益 | “是时候调整政策了”

美联储自 2020 年以来的首次减息似乎大有可能，但问题是减息的幅度会有多大。

市场方面

3 RBC 的投资立场

22 主要预测

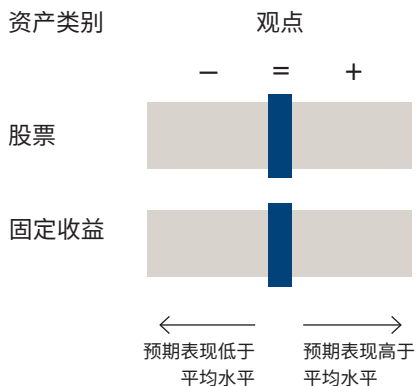
除另有说明外，所有价格均为 2024 年 8 月 31 日的收市价（美元）。



Wealth
Management
财富管理

RBC 的投资 立场

全球资产类别观点



(+/-/=) 代表全球投资组合顾问委员会对未来 12 个月的投资观点。

+ 看好：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能高于平均水平。

= 持平：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能维持平均水平。

- 看淡：意味着相对于其他资产类别或地区，该资产类别或地区的表现可能低于平均水平。

资料来源——RBC 财富管理

股票

- 8 月，全球股市过山车式的表现考验投资者的心态，不过到月底似乎又恢复了平静。美国经济出现降温迹象，但市场关注的是美联储是否有能力通过减息来实现备受期待的软着陆。夏季波动加剧并不罕见，尤其是在市场活跃和美国股票估值升高之后。
- 虽然美国经济衰退的风险有所增加，但我们认为经济软着陆仍然是最有可能发生的情况。我们对美国股票维持“持平”的立场，并继续建议在股票投资组合中采取防御姿态，偏重可抵受经济进一步恶化，且估值受到盈利增长前景支持的优质派息股票。
- 我们对日本股票仍维持“看好”立场，因为估值具有吸引力，并且正在进行企业治理改革。

固定收益

- 彭博全球综合债券指数的平均收益率在 4 月达到 2024 年的高位 4.1% 后，于 8 月降至约 3.4%，全球债券收益率已跌至本年度的最低水平。很多国家央行已经采取减息来放宽货币政策，美联储可能是下一个在 9 月政策会议上减息的银行。
- 全球通胀压力在年初短暂上扬后，持续改善。加拿大央行、欧洲央行和英国央行最近已多次减息，美联储也可能在 9 月减息 25 或 50 个基点。无论如何，在美联储加入全球减息周期之前，我们建议美国投资者考虑延长存续期。不过，在近期收益率大幅下跌之后，可能需要一些耐心。
- 在收益率仍高于数十年平均水平的环境下，我们重申对美国固定收益维持在市场比重。全球而言，我们倾向于主权债券而非公司债券，因为与未来经济风险高企相比，公司债券的估值仍然较高。

每月
焦点



Kelly Bogdanova

美国旧金山

kelly.bogdanova@rbc.com

贺锦丽和特朗普对相关问题的立场

随着美国总统竞选活动向11月冲刺，贺锦丽（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策议程正在形成。美国正面临严峻的抉择，而呼声比以往任何时候都高涨，本文将讨论贺锦丽和特朗普之间对经济和股市最重要的政策差异。

副总统贺锦丽和前总统特朗普有关经济的竞选言论都充满民粹主义，试图吸引中等收入选民。

但在这些言论背后，他们在有关美国经济和股市的问题上其实存在鸿沟。他们在税收、关税、通胀和监管政策方面意见不一，对石油和天然气生产商、绿色能源公司和银行等行业的政策也不尽相同。

我们一直认为，经济和市场不会随着总统或华盛顿特区的指挥棒起舞。很多时候，[其他因素](#)会取代美国政府和政治建制内的发展。现实是，许多竞选提案都无法成为法律、总统行政命令或官僚法规，因为制度中存在很多[制衡机制](#)。

然而，由于总统的决策会影响市场或一些行业，哪怕只是短时间的影响，考虑候选人的经济提案仍然是有益的。

税收计划要点

我们正在密切留意税收政策，因为在特朗普担任总统期间于2018年实施的针对个人、投资和遗产的减税政策，即《减税和就业法》（下称《减税法》），将于2025年底到期。**如果不采取任何措施，税率将自动恢复到之前的较高水平。**

《减税法》将企业税率从35%下调至21%，但没有到期限制，这意味着这一低税率将一直保持下去，直到总统签署新的法律主动提高或降低这一税率。

2016年，特朗普当选总统以及共和党领导众议院和参议院后，股市因预期将出台减税方案而大涨。随着2017年下半年《减税法》辩论展开，以及2018年初立法生效后不久，股市加速上涨，因为该协议最终成为30年来最大的一次税收改革，而且其变化比市场人士最初预期的更有利于企业。从2016年11月大选日到2018年1月底，标普500指数总计上涨34%，尽管在此期间也有其他因素提振市场。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

税收问题可能成为焦点

从 2018 年开始惠及个人纳税人的《减税法》许多规定，将于 2025 年底终止：

- 降低**个人所得税税率**和调整税阶将会终止
- 增加**标准扣除额**、取消**个人免税额**，以及将**儿童税收抵免额**增加 1 倍的措施将终止
- **州和地方税扣除限额**和**房屋贷款利息扣除限额**将会终止
- **资本利得**与普通收入以不同门槛缴税的政策将会终止
- **替代性最低税**的减免政策将会终止
- **遗产税**的减免政策将会终止
- 较高的**终生赠与限额**将会终止
- 21% 的**企业税率**不会终止，但在即将来临的税收立法中可能会更改

注：受《减税法》到期条款影响的项目不限于这里列出的信息。本信息不构成税务建议。

资料来源——税务基金会、Kiplinger、RBC 财富管理

毫不意外，在这个竞选季，共和党和民主党的领导者在税收政策上再次出现分歧：

- 特朗普提议，无论家庭收入如何，将《减税法》中的所有低税率条款——包括个人、遗产、资本利得和股息收入等税率的条款——延长至 2025 年年底之后。他提议取消“社会保障”退休收入的部分所得税。注：要在参议院以 51 票通过（协调程序，无阻挠议事），税收方案增加的赤字不能超过“政府评分机构”评估的多年预算期限。特朗普可能会要求将任何额外的关税收入估算纳入计算中。赤字鹰派通常对评分方法的真实性持怀疑态度。但 2017 年底的《减税法》就是这样通过的。
- 贺锦丽提议延长大多数纳税人的低税率，但赞成提高年收入 40 万美元以上家庭的税收，并将年收入 100 万美元以上者的长期资本利得税从 20% 提高到 28%。她会提高《减税法》的儿童和小型企业税收抵免，并为首次购房者提供新的税收抵免。
- 贺锦丽主张将企业税率从 21% 提高到 28%，低于《减税法》之前的 35%。虽然特朗普此前曾主张将公司税率至少降至 20%，但最近他提议将在美国生产产品的公司的税率降至 15%，但有一些限制。
有关候选人税收提案的详细信息，请参阅[第 16 页](#)附录。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

解读税法修改的影响

数十年来，许多华尔街基金经理和股市人士的观点是，减税对经济和股市有利。相反，加税可能会拖累经济增长，并打击整体股市或重要行业的股票，至少在短期内如此。从历史上看，加税和减税配合削减赤字时（例如在1990年代）会更被看好。

对于试图从非党派角度并根据历史经验进行分析的经济学家来说，这是一个更为复杂的问题。

税收政策对经济活动的影响可能取决于以下因素：

- 税法修改的幅度和成分，即税率下调/减免的分布情况，相对于税率上调的分布情况
- 不同家庭收入阶层及其消费能力受到什么影响
- 税法修改的时机，即修改发生在商业周期的哪个阶段
- 税法修改如何影响联邦开支、联邦预算赤字和通货膨胀
- 税收和其他财政政策与美联储货币政策的相互作用

此外，影响经济增长的因素还有很多，包括那些与税收或华盛顿政策整体关系不大的因素。

无论2024年谁当选总统，国会选举结果都会在决定税收和其他财政政策方面发挥重要作用。

税收立法不会凭空进行审议。即将到来的税务审议，很可能会涉及更广泛的联邦预算政策辩论，包括开支水平和关税政策（税收的另一种形式），以及对庞大的联邦赤字和债务的影响。分析财政政策的无党派组织，例如美国联邦预算问责委员会，指出两位候选人的税收提案中的条款成本相当高，而且现阶段两位候选人都没有可信的赤字削减提案。

如果特朗普当选，政策辩论可能会考虑到他将设立的新政府效率委员会的工作，他已任命企业家马斯克（Elon Musk）领导该委员会。该委员会将对联邦开支和政府绩效进行审计，以便提出“大刀阔斧的改革”。

我们认为，截至撰写本文时，针对个人或企业的重大税法修改并未影响股市情绪。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

根据彭博宏观策略师 Cameron Crise 的一项研究，标普 500 指数公司支付的实际税率，从《减税法》前几年的平均 30.5% 降至 2018 年《减税法》全面实施后的 19.7%。

减税奏效

《减税法》实施后，标普 500 企业的税率中位数显著下降



资料来源——彭博新闻社，“数据如何反映实际企业税率：宏观分析师 (Macro Man)” 2024 年 8 月 20 日；数据代表截至 2024 年 4 月 30 日的 12 个月实际税率中位数

诚然，实际税率差异很大，一些最大的标普 500 跨国公司支付的税率要低得多，因为它们将大量收入转移到海外低税率的国家和司法区，并使用其他会计操作。

若公司税率有任何立法修改，标普 500 公司中位数的实际税率将取决于扣抵额和漏洞是否维持、收紧或放松，将收入转移到海外的诱因是否仍然存在，以及是否会实施替代性最低公司税。实际税率最终可能因公司而异，就像现在一样。

我们认为，标普 500 利润率预测不会考虑企业税率的修改，目前预测接近 1990 年以来的幅度上限。

即便如此，对于那些想知道企业税率对整体股市影响的人来说，彭博的研究还是有一些有趣的资料。根据追溯到 1947 年的数据，Crise 发现，“**从长远来看，实际企业税率与标普 500 指数表现的相关性基本上为零**在许多方面，监管的重担和货币政策的背景，对股票回报的影响比税率更为重要，尽管这可能令人费解。”

投资者应该记住，在我们踏入“长期”之前，下一任总统与国会（以及说客）之间关于税率、联邦开支、赤字和债务的财政政策辩论，可能会对大选后的美国股市产生短期影响，包括在 2025 年期间。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

价格计划和民粹主义

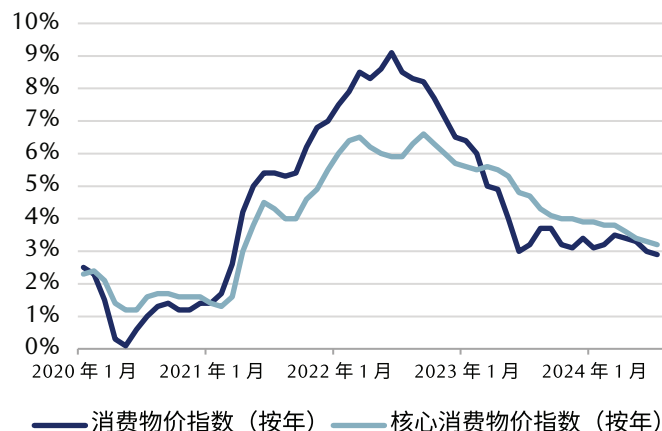
华尔街的许多人都在关注一个事实，即按年通胀率自 2022 年达到峰值以来已显著下降，因为这往往会影响资产价格，所以这是个良好的进展。

但总统候选人和大多数选民仍然关注的是，整体物价仍然非常高，而这正是影响家庭预算的因素。

换句话说，华尔街和普通民众对通胀问题的看法大相径庭。

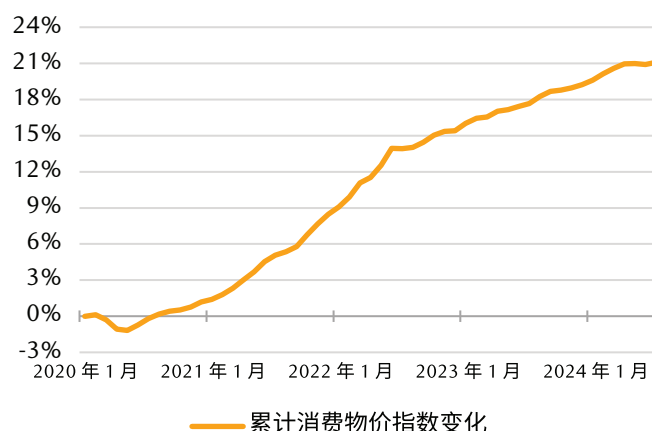
通胀率已下降了很多……

美国消费物价指数通胀率的同比情况



……但物价依然很高

2020 年以来的累计物价增幅



资料来源——RBC 财富管理，彭博；“核心消费物价指数”不包括食品和能源；截至 2024 年 7 月的数据

贺锦丽提出的通过打击“哄抬物价”来解决高物价问题的提案得到进步组织的支持。民调显示，这建议也得到一些摇摆州年轻选民的支持，而年轻选民对摇摆州的选举结果非常重要。民调显示，这一代人对实现“美国梦”的能力最为悲观。然而，我们认为，对于许多 50 岁以上的选民而言，贺锦丽针对“哄抬物价”的想法，会让人联想到 1970 年代共和党总统尼克森“价格管制政策”的负面形象。

目前已有法律机制打击在紧急情况下哄抬物价的行为，而且根据联邦和各州的反垄断法，合谋定价已属违法。

现阶段还不清楚贺锦丽是否只是表示，她将在紧急情况下更积极地执行哄抬价格保护措施，还是在寻求更广泛的联邦权力，就像进步民主党参议员 Elizabeth Warren 和 3 位中西部民主党参议员共同提出的《2024 年防止价格欺诈法》所主张的那样。

这类立法可以为联邦贸易委员会提供更多的价格监管空间，因为它将明确规定，在紧急情况或非紧急情况下（目前未定义），无论公司在供应链中的位置如何，大公司以“严重过高的价格”销售任何商品或服务均属违法行为。它还可能包括在某些情况下，要求一些大公司提供大量有关定价和成本的报告。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

无论贺锦丽的目标是什么，任何针对“哄抬价格”的全面举措都不会在参议院下届会议上获得通过，也很难在众议院获得支持，无论哪个党派赢得这两个国会议院的控制权。

前总统奥巴马的一位高级经济顾问已经公开反对贺锦丽的提案。经济顾问委员会前主席 Jason Furman 对《纽约时报》说：“这是一项不明智的政策，我希望这只是一种空谈，不会变成现实。这没有积极的方面，只有消极的方面。”偏爱民主党的出版物，如《华盛顿邮报》和《纽约时报》的编辑团队批评这一想法，而偏爱共和党的《华尔街日报》也批评这一想法。

关于与哄抬物价和合谋定价相关的其他法律领域，贺锦丽政府将比拜登政府和前任特朗普政府更积极地调查和起诉联邦反垄断和消费者保护案件。

与其他许多州相比，贺锦丽的家乡加利福尼亚州历来都积极采取此类行动，并制定有利于消费者而非企业的法律法规。这类行动出现在贺锦丽担任加州总检察长的6年之前、期间和之后。

特朗普与贺锦丽不同，他的通胀策略侧重于鼓励更多的国内石油和天然气生产以及能源出口，目的是大幅降低能源和电力的整体价格，而能源和电力是许多商品和服务的重要成本。

我们认为，即使这能抑制全球石油和商品价格，特朗普的一些其他政策，例如提高关税，也可能部分或全部抵消能源和电力价格下降带来的好处。

关税问题

关税提案值得特别关注，因为特朗普的许多政策比他在上一任期实施的政策更加全面，而且这些提案与贺锦丽的提案大相径庭：

- 特朗普支持对所有进口商品征收 10% 或以上的关税，并对中国进口商品征收 50% 或以上的高额关税。他会对美国公司在海外生产并进口到美国的商品征收关税，并会对美国工作外包的国内公司征收关税。他还威胁要对在美元体系以外进行贸易的国家征收关税。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

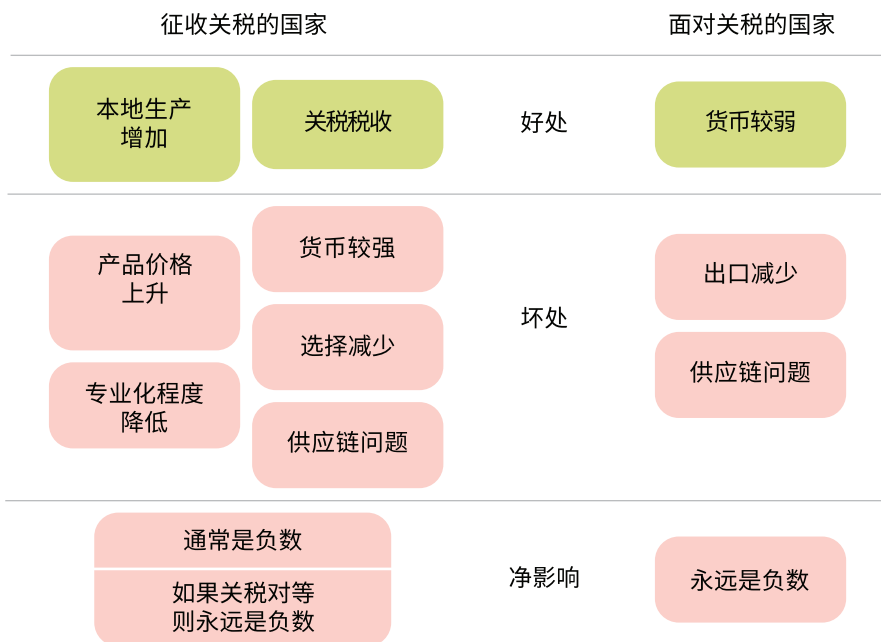
- 贺锦丽不支持全面提高关税，并认为这种关税“实际上是一种国家销售税”。她也不支持大幅提高对中国进口产品的关税，但很可能会保留特朗普和拜登实施的对华关税和制裁。

有关候选人关税提案的详情，请参阅[第17页](#)附录。

RBC 全球资产管理有限公司首席经济学家 Eric Lascelles 写道：“**(关税) 无可否认会对被征收关税的国家造成伤害**，因为这会降低该国的出口能力，并造成不可避免的供应链问题。但货币弱势带来的好处部分抵消了这些损失。”

不过，他提醒说：“**关税也常会损害征收国的利益**。虽然该国可能会设法在目标行业增加国内生产，政府也会从关税中获得额外收入，但有一些隐含成本会侵蚀这种优势。”

理论上关税对 GDP 的影响



资料来源——RBC 全球资产管理首席经济学家 Eric Lascelles

由于特朗普似乎正在利用对中国征收高关税，以及对所有商品全面征收关税的提案作为谈判筹码，Lascelles 补充道：“我们认为任何关税都会比目前提案的要低得多，但是新关税的想法也不会是虚张声势的。”

RBC 财富管理将发表一份关于关税和移民问题的独立报告，包括其对通胀的影响。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

法规和繁文缛节

贺锦丽和特朗普都主张降低对小企业的监管，并在这一话题上充满民粹主义论调。

市场人士普遍认为，特朗普的监管制度可能会比贺锦丽更有利于企业，我们对此深信不疑，但其中也有细微差别。

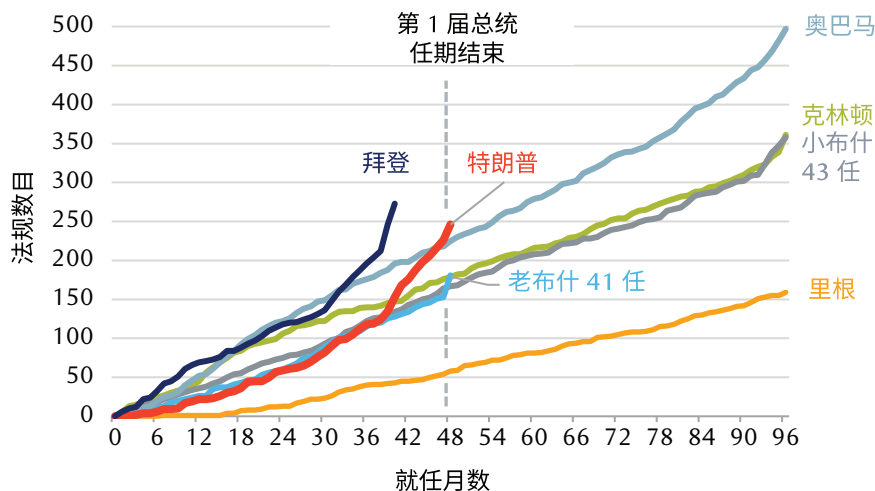
拜登贺锦丽政府在近3年半期间增加的“具重大经济意义的法规”，比特朗普在其任内增加的法规多11%，而且有证据显示，特朗普在任期间取消的法规比拜登多。

然而，普遍认为特朗普会全面放宽监管，这与他出任总统时的施政纪录并不相符。

在特朗普担任总统的首3年，新法规的数量低于拜登、奥巴马和克林顿政府的首3年，甚至略低于小布什政府。但在特朗普执政的第4年，法规数量激增，部分原因可能跟疫情有关。整体而言，特朗普政府最终实施的“具重大经济意义的法规”数量，超过奥巴马第1任期的数量。

自里根总统以来，每一任总统都增加法规管制，而在过去3任总统期间，法规增加的速度更快。

各届政府制定的“具重大经济意义的最终法规”累计数目



注：1996年国会审议法所定义的“具重大经济意义的最终法规”，是指每年对经济造成1亿美元或以上影响的法规，或成本与价格大幅增加的法规，或对竞争与各种经济指标造成重大不利影响的法规。

资料来源——乔治华盛顿大学法规研究中心；截至2024年8月5日的数据

在环境监管政策和影响传统能源生产商的法规方面，贺锦丽和特朗普之间的差异非常明显。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

贺锦丽政府将比特朗普第2任政府实施更积极、更严格的环境法规。这也是她出任加州总检察长和参议员时所倡导的。贺锦丽此前支持“绿色新政”有争议，即在2030年前将美国经济转向清洁、可再生能源，而特朗普则强烈反对，现在依然如此。

虽然在本轮选举中，两党竞选团队都很少关注气候问题，我们也怀疑下一届国会是否会支持“绿色新政”或类似的立法，但我们相信贺锦丽会寻找机会在这一问题上取得进展。特朗普表示，他会撤销现有的气候相关法规和联邦目标。

人们可能会争论某些法规（环境法规或其他法规）对社会和整个国家是好还是坏，有时候是否真的非常需要法规，以及某些法规是否真的能够最终降低某些企业和家庭的成本。

尽管多位总统候选人在一次又一次的竞选活动中承诺“削减繁文缛节”，但多年来企业面临的沉重监管负担已成为常态。20多年来，“全国独立企业联合会”等代表小型企业的组织，以及“美国商会”等代表大公司和小公司的组织，一直在抱怨这一点。

我们认为，只有齐心协力、集中精力减少监管，才能改变这种状况。为了让放宽管制对企业界及社会都有效，我们认为需要“手术刀”，而不是“大锤”。

对行业的影响

正如下页的一览表所示，根据两位候选人以往的记录和竞选期间的政策声明，他们在涉及某些行业时采取的方法与人们普遍理解的不同，而在其他行业采取的方法则类似。

考虑两位候选人的行业倾向和提案是明智之举，但投资者应小心谨慎，不要根据谁赢得总统大选就对特定产业或行业的股票走势妄下结论。

影响产业和行业回报的因素很多（有些是意想不到的），而通常其他一些基本问题对回报的影响要比选举相关问题大得多。

最近的例子表明，考虑到当时总统的观点和行动，各行业的表现并未达到许多市场人士的预期：

- **特朗普担任总统时，银行股表现不佳。**2016年大选结束后不久，CNBC发表了一篇文章，标题是“特朗普获胜，银行迎来全新的时代”。在特朗普执政的大部分时间里，情况都是如此。标普500指数银行业组别在2019年的表现略优于标普500指数。但疫情出现，美联储迅速将利率下调至接近零的水平，银行股表现就大幅落后大市。标普500指数在特朗普任期结束时成功从疫情的大跌中强劲反弹，但银行股则未能回升。从2016年大选日到2020年大选日，标普500银行指数总共只上涨6.3%，而标普500指数则上涨57%。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

- **能源板块在特朗普担任总统时表现大幅落后，但在拜登领导下却大幅跑赢。**尽管特朗普对石油和天然气行业采取有利的监管措施，并制定“鼓励钻油”的友好政策，但从2016年大选日到2020年大选日，能源板块下跌56%。与此同时，标普500指数却上涨57%。在4年期间，一个行业与整个市场之间的表现存在如此大的差异，这实在少见。能源行业先是受到石油输出国组织内部价格战的压力，然后又受到疫情的影响。
- **拜登的石油和天然气政策不如特朗普的政策对行业有利，但从拜登于2020年11月当选至今，该行业已上涨194%。**随着与疫情相关的供需挑战逐渐消退，能源行业从中受益，随后在2022年初乌克兰危机爆发时一路走高。这一涨势超过标普500指数61%的涨幅。在拜登担任总统期间，能源板块是迄今为止标普500指数11个行业中表现最好的。其涨幅几乎是表现第2好的资讯科技板块的2倍，而资讯科技板块的表现也相当强劲。

贺锦丽和特朗普在行业问题上的比较

银行和金融服务	特朗普的监管政策提案可能会比贺锦丽的建议更有利，而且他可能会更支持金融业并购和增加整体并购。在其他法规中，贺锦丽寻求限制客户费用，她称之为“隐藏费用和逾期罚款”，正如她在参议院所做的那样。她起诉并批评“大银行”。
石油、天然气、煤炭、 电力、稀土矿物	特朗普支持减少监管、扩大租约和批准钻探，以提高国内石油和天然气的产量和出口量。他愿意颁布“国家紧急状态”声明，以实现国内能源供应的“大规模增长”。他寻求建设能源和电力基础设施，包括建设管道、炼油厂、传统发电厂和核反应堆。他主张扩大电网，以满足人工智能所需的更大电力用量。特朗普还寻求增加煤炭生产和出口，并提议取消对稀土矿开采的环境限制。虽然贺锦丽不再支持“水力压裂”禁令，但她可能会对石油、天然气、煤炭、电力生产商和采矿业实施比特朗普更严格的监管。
清洁能源与清洁科技	贺锦丽寻求保留并加强《降通胀法》的行业补贴和激励措施。特朗普寻求透过立法“取消所有未动用”的《降通胀法》资金。一些受益公司位于共和党国会选区；有众议院共和党人已警告不要废除《降通胀法》。如果取消未用资金的提案在国会未获通过，他可能会试图通过行政机构削减或减缓资金的使用。特朗普认为核能是清洁能源，支持建设更多核电站，包括满足人工智能的电力需求。
制药和医疗保险公司	贺锦丽寻求在拜登政策的基础上将更多药品纳入“医疗保险”（Medicare）价格上限清单。她还希望将价格上限清单扩大至所有美国人，而不仅仅是参加“医疗保险”的退休人士，并寻求将每个人的自付药物开支永久性限制在每年2000美元（作为《降通胀法》的一部分，医疗保险受益人的这一上限计划于2025年开始实施）。特朗普先前曾支持赋予“医疗保险”对方药的议价能力，以及拉平美国与其他国家之间的价格（即“最惠国待遇”定价）。无论谁当选，我们相信制药业的游说者都会反击，并可能寻求妥协，而国会在这方面也会有很大的发言权。更多的定价限制可能会让一些医疗保险公司受益，而他们也可能会从特朗普放宽监管中获益。
科技	两位候选人可能都会继续积极开展针对一些大型科技公司的反垄断调查/案件。但他们都会支持整个科技行业，包括人工智能的发展。他们都明白，科技公司是创新和GDP增长的主要动力，而且他们都与科技行业的知名高管有联系。不过，两位候选人都可能会以国家安全为由，维持和增加对中国的科技出口限制，这可能会对部分美国公司造成负面影响。强大的科技行业游说团体，将在重大政策议题上发挥影响力。
军事武器承包商	两位候选人都支持庞大的武器开支，以及向盟友和友好国家出口美国武器。虽然在武器系统的开发上可能会有不同的优先顺序，但我们认为，国会、五角大楼和其他国家安全官员在这些问题上的发言权比人们通常认为的要大。从历史上看，共和党人一直主张提高开支水平，但多年来，由于两党都由外交政策鹰派人士主导，武器开支已成为两党共同关心的议题。而军事武器承包商则是另一个强大的游说团体。

贺锦丽和特朗普 对相关问题的立场

- 尽管拜登的石油和天然气政策相对于特朗普对行业没有特别有利，但自2020年11月拜登当选以来，该行业已上涨194%。随着与疫情相关的供需挑战逐渐消退，能源行业受益匪浅，并在2022年初乌克兰危机爆发后进一步走高。能源行业的涨幅超过了标普500指数61%的涨幅。在拜登担任总统期间，能源行业是标普500指数11个板块中表现最好的。其涨幅几乎是表现第二好的信息技术板块的两倍，表现相当强劲。
- **到目前为止，拜登总统任期内的清洁科技和清洁能源股的表现远远落后于传统能源板块和标普500指数。**“First Trust NASDAQ Clean Edge 绿色能源指数基金”就是一个例子。自拜登2020年当选总统以来，该指数基金已下跌35%，尽管拜登政府帮助制定并大力推动通过《降通胀法》，其中包括前所未有的清洁科技和清洁能源激励措施和补贴。与同期能源行业194%的涨幅，以及标普500指数61%的涨幅相比，35%的跌幅显得非常逊色。

许多市场人士根据谁当选总统而预测走势，而清洁科技、能源行业和银行的表现与这些预测存在重大差异，这是有合理原因的，我们就不做冗长的解释了。

这些都说明我们的一贯观点，即在产业和行业回报方面，往往有多种因素在起作用。总统对某一行业持友好（或不友好）态度，并不意味着股票表现也会自动跟随。

总统不能左右股市

对于个人投资者而言，我们认为面对大选的最佳投资策略是谨守已有的长期投资策略，避免根据各种大选结果进行资产类别或行业的大幅调整。

近年来，那些对特朗普上届总统任期感到不安并因此保持观望或减少美国股票投资的人，可能会错过大幅的上涨行情。在他的4年任期内，标普500指数上涨67%，其中包括在疫情最坏期间出现的大幅下挫。

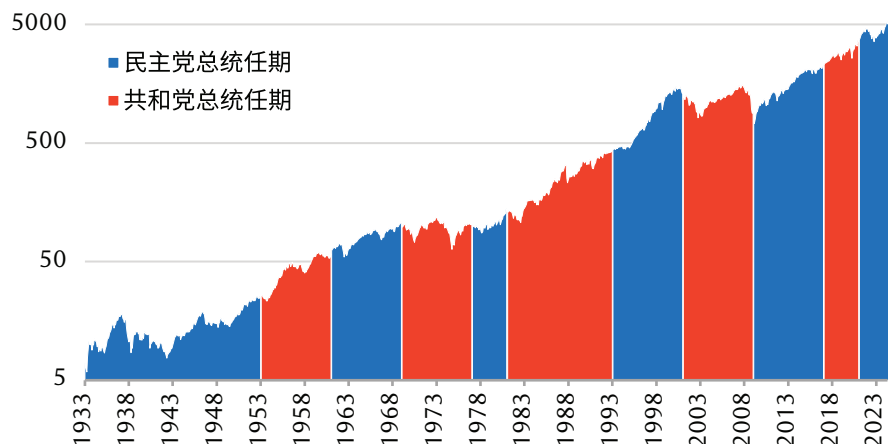
同样，那些对奥巴马8年任期心存疑虑的人，如果袖手旁观或持有较低的股票配置，就会错过累计181%的涨幅。而那些担心拜登的人则会错过他任期以来的40%涨幅。

总之，在两党总统的领导下，市场都在上涨，其整体表现往往与谁占据椭圆形办公室关系不大。

贺锦丽和特朗普对 相关问题的立场

两党执政期间市场都上涨

标普 500 指数自 1933 年以来的表现，按总统政党控制权划分



资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2024 年 8 月 31 日的月度数据（以对数表显示）。按政党更迭时的就职日期分类

无论贺锦丽还是特朗普在 2024 年赢得总统职位，我们仍然坚信，政府结构中的正式和非正式制衡机制将制约下一任总统实现其全部政策目标。从历史上看，这种制衡机制往往对股市有利。

此外，其他因素对美国股市表现的影响通常大于联邦选举结果，这些因素包括商业周期的自然起伏、美联储的货币政策以及行业创新。

有关候选人政策立场的详情，请参阅下两页的附录。

附录：贺锦丽和特朗普对相关问题的立场

由于《减税法》将于 2025 年底到期，候选人提出以下的税收提案

	贺锦丽	特朗普
个人税率	延长大多数纳税人的低税率。允许对收入超过 40 万美元的家庭提高税率。税率没有明确规定，但拜登贺锦丽提出的 2024 年财政预算案，是将收入超过 40 万美元的单身纳税人，以及收入超过 45 万美元的联合纳税人的最高个人所得税税率，均提高到 39.6%。	不论家庭收入，延长《减税法》中的所有低税率。对降低税率持开放态度。也会考虑让关税最终取代部分或全部所得税收入。
标准扣除额	立场不明确。	延长《减税法》中较高的扣除额。
儿童税收抵免	将每名儿童的基本抵免额从 2000 美元提高到 3000 美元，并进一步将出生第 1 年的儿童的抵免额提高到 6000 美元，其他 6 岁以下儿童的抵免额提高到 3600 美元。	延长《减税法》中每名子女 2000 美元的抵免额。对增加这一额度持开放态度，并考虑新的家庭税收抵免（JD Vance 提出的每名儿童 5,000 美元的提案）。
收入所得税抵免 (EITC)	扩大收入所得税抵免的适用范围，为没有子女的纳税人提供更多的收入所得税抵免。	延长《减税法》。
购房者税收抵免	为符合条件的首次购房者提供 25,000 美元的税收抵免额，高于拜登提出的 10,000 美元提案（当年国会没有通过）。	没有提案。
小企业税收抵免	将创办小型企业的税收扣除额从 5,000 美元提高到 50,000 美元。	没有提案。
小费税	建议对某些服务行业的工作人员“不征收小费税”。	建议对某些服务行业的工作人员“不征收小费税”。
“社会保障”退休收入	没有提案。	取消“社会保障”退休收入的部分所得税。
“医疗保险”税	立场不明确。之前支持增“医疗保险”税，使收入超过 40 万美元的税率达到 5%（拜登贺锦丽 2024 年预算案）。	延长《减税法》。
资本利得和股息收入	支持将资本利得税税率从《减税法》的 20% 提高到 28%（针对收入在 100 万美元以上的人士）。	延长《减税法》。目前的长期资本利得税税率为 0%、15% 或 20%，具体取决于收入水平。
“未实现收益”税	支持所谓的“亿万富翁最低税率”。具体提案尚不清楚，但在拜登贺锦丽 2025 年财政预算提案中，净财富超过 1 亿美元的纳税人，将被要求对包括未实现资本利得在内的收入，缴纳 25% 的最低实际税率。纳税人将根据最低税率计算实际税率，如果实际税率低于 25%，则需缴纳额外税款，使实际税率达到 25%。这需要立法，不大可能在国会获得通过。	强烈反对征收“未实现收益”税。
替代性最低税	立场不明确。之前支持降低“替代性最低税”豁免额（即提高“替代性最低税”税率）。	延长《减税法》。
遗产税	立场不明确。之前支持降低遗产税豁免额（即提高遗产税）。	延长《减税法》。截至 2024 年，个人最多可免除 1361 万美元的联邦遗产税和赠与税，已婚夫妇可免除 2722 万美元。
赠与税	立场不明确。之前支持降低“赠与税”免税额（即提高“赠与税”）。	延长《减税法》。
公司税率	将公司税率从 21% 提高到 28%。将股票回购税从 1% 提高到 4%。对扣除额、漏洞、海外收入、股息和公司替代性最低税的立场不明确。替代性最低税在《降通胀法》中通过，但国税局推迟实施。	之前曾主张将公司税率从 21% 降至 20% 或更低。最近呼吁将税率降至 15%，“只适用于在美国生产产品的公司”，并为此类公司提供税收抵免和会计激励措施。特朗普说：“如果你外包、离岸或取代美国工人，你就没有资格享受这些福利。”

注：受《减税法》到期条款影响的项目不限于这里列出的信息。这些信息不构成税务建议。

资料来源——RBC 财富管理、候选人宣言、竞选声明、美国联邦预算问责委员会、Urban-Brookings 税务政策中心、税务基金会、彭博新闻社、福布斯、CNBC、Axios。

附录 (续)

候选人的关税提案

	贺锦丽	特朗普
全面和对等关税	不支持全面提高关税。认为这种关税“实际上是一种国家销售税”。	寻求在一段时间内逐步对所有国家（包括盟国和非盟国）的进口商品全面征收 10% 的关税（但他在一些声明中主张征收 10%-20% 的关税）。就《美墨加贸易协定》而言，最初可能会有例外（见下文）。10% 的关税相对于目前大约 2.3% 的平均关税（平均 2.3% 主要由于对中国商品征收的关税较高）。他同时承诺，对美国类似商品征收高关税的国家的进口产品。征收对等关税。
对在海外生产的美国公司征收关税	对特朗普这项提案未有发表评论，此前也未支持过类似提案。	提议对美国公司在海外生产并进口到国内的商品征收关税，并对将工作外包的国内公司征收关税。将生产转移到海外的公司将面临“巨额”关税。这些在海外生产的公司将没有资格享受 15% 的企业税率和其他制造业税收减免和会计激励措施。
美墨加贸易协定 (前北美自由贸易协定)	尚未评论她是否会在 2026 年 7 月审议《美墨加贸易协定》时寻求对其修改。鉴于她以往的记录，不太可能寻求重大改变。	特朗普的经济顾问 Scott Bessent 表示，在 2026 年 7 月审议《美墨加贸易协定》之前，10% 的全面关税可能不会实施。不过，在审议时，特朗普可能会寻求改变，其中可能包括对墨西哥和加拿大进口商品征收额外关税。审议还可能收紧《美墨加贸易协定》商品的原产地规则和最低含量要求，这会是针对中国出口到墨西哥并最终进入美国的商品。
对中国征收关税	此前不支持大幅提高中国进口商品的关税。对特朗普政府和拜登政府期间实施的现有对华关税和制裁措施，没有表示可能做出任何改变。可能会以拜登的“去风险”和“小院高墙”对华政策为基础。	对所有从中国进口的商品大幅征收关税。他告诉彭博，关税将为 50%，但许多新闻机构报道为 60%，他还告诉福克斯新闻，“也许会超过这个数字”。而目前中国商品的平均关税为 19%。新的关税水平可能因产品类别而异。整体而言，可能会在多个方面对中国实施更激进的政策。
去美元化关税	她尚未评论特朗普支持对美元区外贸易国家征收关税，但支持特朗普和拜登仍在实施的经济制裁，导致“去美元化”趋势加速。	他表示不太愿意对对手国家使用经济制裁，而较愿意只在短期内使用经济制裁，因为经济制裁所引发的去美元化趋势。不过，他威胁要对在美元体系之外进行贸易、不“尊重美元作为世界货币”的国家征收关税。我们认为，这在功能上类似于制裁。

资料来源——RBC 财富管理、候选人宣言、竞选声明、预算问责委员会、美国行动论坛、特朗普经济顾问 Scott Bessent、外交事务、彭博新闻社、华盛顿邮报、哥伦比亚广播公司新闻、福克斯新闻、Vox 新闻网

全球 股票



Jim Allworth

加拿大温哥华

jim.allworth@rbc.com

齐声谨慎

主要股市在夏季中期大幅下滑后有所反弹，但到目前为止，大多数尚未创出新高。尽管如此，衡量标普 500 指数市场“广度”的指标——涨跌线和标普 500 等权重指数——在几周前创下新高，表明标普 500 指数最终也将跟随。

标普 500 指数在 7 月的高峰时，市盈率为 23.3 倍，达到今年预测的每股收益 243 美元。明年预测为 20.6 倍，每股收益 275 美元。通常，投资者认为 20 倍或以上的市盈率“昂贵”、“不可持续”或“限制进一步上涨”。然而，历史上并没有明确的估值界线限制股市突破。

我们认为，估值过高并不是市场陷入跌势的原因。相反，这是对盈利前景显著的负面重新评估。有时这类情况会以“增长恐慌”的形式出现，它们通常会转化为盈利结果，而这些结果并不像最初担心的那么严重。市场会经历一段调整期，然后再开始新一轮的升势。

另一方面，经济衰退持续的时间较长，通常需要预测者进行一连串负面的盈利修正，而这些修正往往比经济放缓初期的温和“调整”要更糟糕。随着投资者放弃对今年盈利的期望，他们往往也对未来的经济和盈利能力能否以合理的溢价恢复增长失去信心。

这种对股市结果的不同看法，是引起经济衰退与否的激烈争论的原因之一，而它总是在美联储长期紧缩周期后出现。长期以来，双方都不敢宣称胜利，但也不愿意承认失败。

股票观点

地区	目前
全球	=
美国	=
加拿大	=
欧洲大陆	=
英国	-
亚洲（日本除外）	=
日本	+

+ 看好；= 持平；- 看淡
资料来源——RBC 财富管理

“软着陆”派对此感到振奋，因为股市的背景发展似乎持续支持他们的观点。标普 500 指数今明两年的盈利预测为每股 243 美元，增长 9.6%，而当前的预测为每股 280 美元，增长 15.2%，与年初的预测相差不大。按照今年 23 倍和明年 19.5 倍的市盈率，我们认为软着陆的情况已被充分反映。

另一方面，“硬着陆”派会认为，明年的盈利增长预期通常只不过是今年增长率的加减推论。他们认为，如果经济走势的基本假设发生变化，2025 年的前景可能会有显著变动。

他们还指出，由于投资者对经济和盈利前景过于乐观，所以股市在熊市开始前几乎都是处于估值高峰。对于当前经济增长率是否预示经济在短期内会陷入衰退，也可以得出类似的结论。回顾过去 100 年的所有衰退，衰退开始前一季的 GDP 增长率在 -2% 到 +9% 之间；换句话说，一个时期的 GDP 增长数据，并不能告诉我们在下一时期出现衰退的可能性。

全球股票

GDP 的组成可能更能说明问题。消费开支始终占美国 GDP 的 70% 左右。如果消费者不缩减开支，美国和大多数其他先进经济体很难陷入衰退。

过去几年，美国实际消费开支年增长率维持在 1% 至 3% 之间。在该期间的大部分时间，开支的推动力——可支配收入（即税后个人收入）——增长速度较开支快，从而使储蓄得以增加。但在过去 3 季，消费开支的增长速度显著快于可支配收入，家庭减少储蓄并增加债务才能维持开支水平。这使得储蓄率降至疫情前水平的一半以下，接近数十年的最低点。

在某些方面，情况比这些数字显示的更糟糕：过去几年，食品、公用事业、房地产和汽车保险等必需品的价格上涨了 20% 或以上。虽然现在价格上涨的速度已经放缓，但几乎没有任何下降的迹象。此外，债务成本也显著上升。这使得可支配收入减少，便会减少购买汽车、家电、外出用餐、旅行、家居装修等，而这些非必需消费品，大多对整体经济有更高的乘数效应。

到目前为止，可支配收入增长放缓，并未令整体消费开支相应减少。消费者对工作保障和未来薪资增长保持乐观情绪，让他们有信心减少储蓄并借债以维持开支。然而，如果可支配收入增长没有回升，我们

认为，更具挑战性的经济增长环境似乎更快会到来。

那么，我们该何去何从？毫不出奇，我们当然想两者兼得。我们注意到，两年多前我们的兴衰记分卡把美国经济全部编入“绿色”扩张一栏，但现在追踪的 7 个指标已无可避免地滑向衰退性“红色”栏。一切都总会有第 1 次。即使所有指标都显示“红色”，也不能说明经济衰退不可避免。显示美国经济可能衰退的历史性指标不断上升，忽视这些指标将是不明智的，这可能导致未来标普盈利预测下调，削弱目前高市盈率的支持。这种观点要求对投资组合中的股票选择采取谨慎态度，并可能最终减少股票比重。

但目前还不是时候。正如开始时指出，“广度”指标一直在领导市场：涨跌线和标普 500 等权重指数最近均创出新高，而主要的美国市场指数——标普 500 市值加权指数、纳斯达克综合指数和罗素 1000 指数——则尚未达到新高。

如果主要市场指数出现新一轮升势，但广度指标未能跟随，反而进入下行趋势，这将是股市可能进入更深、更广泛回调的信号。然而，风险始终存在，即这个单一指标不会像往常那样表现。我们必须保持谨慎和警惕。

全球

固定收益



Thomas Garretson
(特许财务分析师)

美国明尼阿波利斯
tom.garretson@rbc.com

“是时候调整政策了”

上述8个字，是8月底美联储主席鲍威尔在美联储杰克逊霍尔年度经济研讨会说的，是向市场发出迄今为止最明确的信号，表明美联储已准备开始利率正常化进程。

美联储在9月17日至18日举行的会议上，可能会实行自2020年以来的首次减息，届时将与欧洲、英国、加拿大以及其他已经减息的央行站在同一阵线。

这样做的理由很简单。就美联储稳定物价和充分就业的双重职责而言，通胀上行风险已转为就业下行风险。尽管美联储的目标是让历史上强劲的就业市场降温，并且基本上实现了这一目标，但现在可能正处于下行的临界点。

如图所示，7月失业率曾短暂跃升至美联储目前对充分就业长期水平的估计之上，但8月又回落至该水平。虽然通胀尚未完

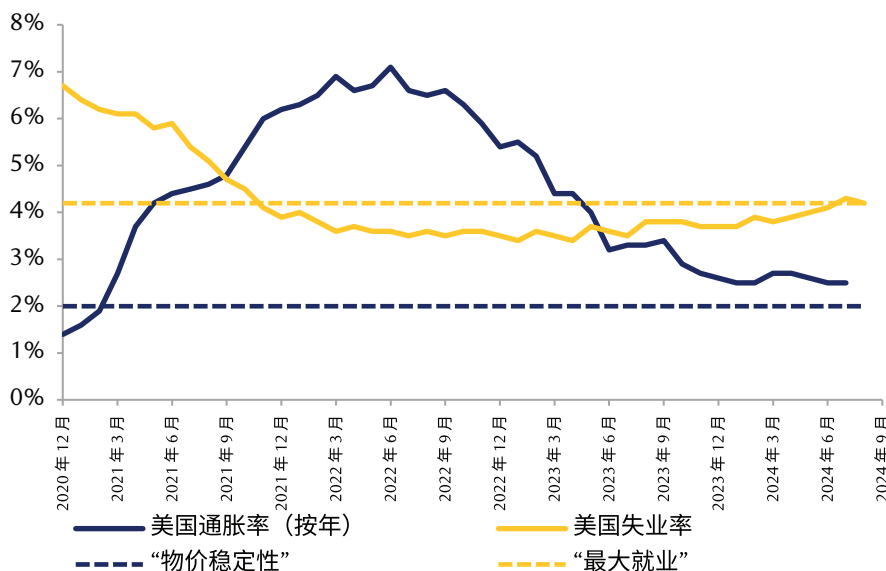
固定收益观点

地区	政府债券	公司信贷	存续期
美国	+	-	7-10
加拿大	+	=	3-7
欧洲大陆	+	=	3-7
英国	+	=	3-7

+ 看好; = 持平; - 看淡
资料来源——RBC 财富管理

全回到目标水平，但鲍威尔早已表示，只要通胀的趋势向正确方向发展，减息可能会在达至目标水平之前就开始。等到通胀实际回到目标水平才减息可能为时太晚，从而增加衰退风险。

通胀的上行风险逐渐消退，但随之而来是就业下行风险



资料来源——RBC 财富管理，彭博，美联储；通胀率基于个人消费开支指数。

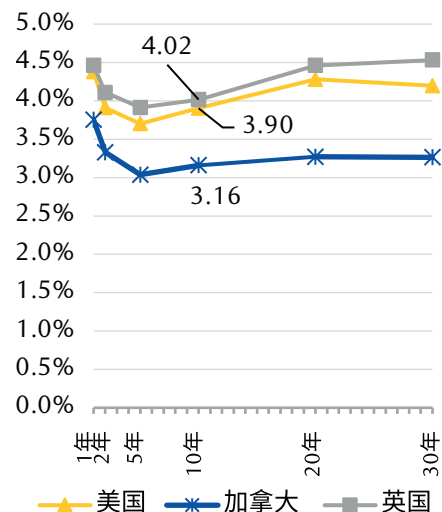
全球固定收益

现在时机已基本确定，唯一有待决定的是首次减息的幅度。尽管就业市场背景日益令人担忧，但美联储理事 Christopher Waller 在 8 月非农就业报告公布后指出：“就业市场继续疲软，但并未恶化。”这导致市场人士普遍预期美联储本月将倾向减息 25 个基点。

但正如鲍威尔在 8 月指出的那样，“我们不寻求或欢迎就业情况进一步降温”，如果就业数据进一步疲软，这可能意味着美联储在未来的几个月会通过更大幅度的减息来加快政策调整进程。

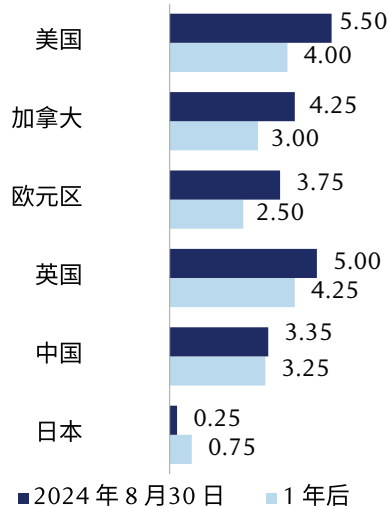
经过近年和近月多次对开始减息的误传后，全球政策利率宽松周期可能已经到来。

主权收益率曲线



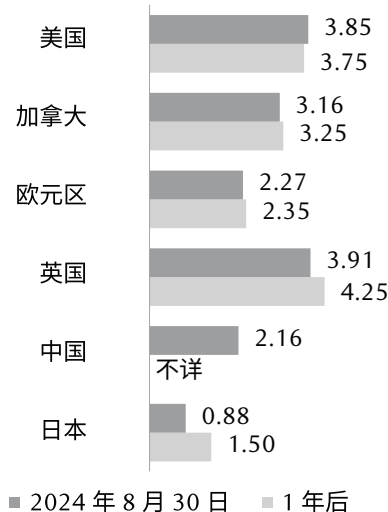
资料来源——彭博；截至 2024 年 8 月 31 日的的数据

央行利率 (%)



资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场预测、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

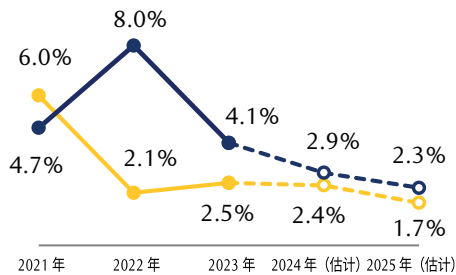
10 年期利率 (%)



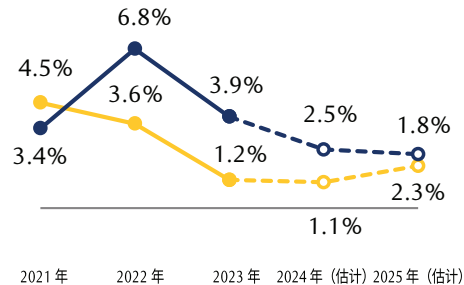
注：欧元区以德国债券为代表。
资料来源——RBC 投资策略委员会、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理

主要 预测

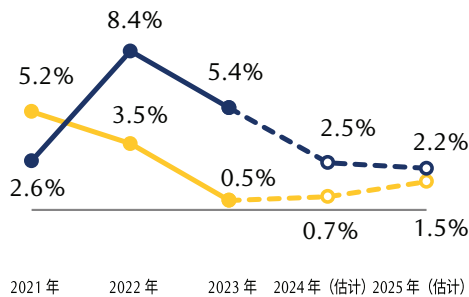
美国



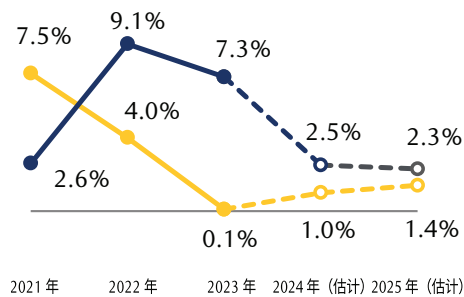
加拿大



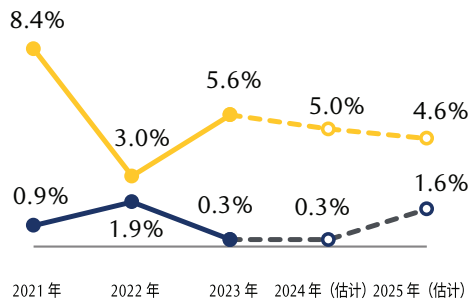
欧元区



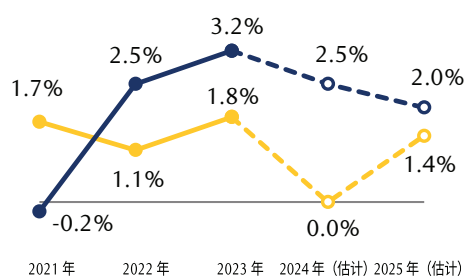
英国



中国



日本



—●— 实际 GDP 增长率

—●— 通胀率

资料来源——RBC 投资策略委员会、RBC 资本市场、全球投资组合顾问委员会、RBC 全球资产管理、彭博普遍预测。

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 (RISC) 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。

RISC 由来自 RBC 内以客户为中心的各个业务部门（包括投资组合顾问组）的高级投资专业人士组成。RISC 构建全球投资展望，并制定可用于管理投资组合的具体准则。RISC 由 RBC 全球资产管理有限公司投资总监 Daniel Chornous（特许财务分析师）担任主席。

全球投资顾问委员会成员

Jim Allworth——联席主席
投资策略师，RBC 多美年证券有限公司

Kelly Bogdanova——联席主席
投资组合分析师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

Frédérique Carrier——联席主席
董事总经理兼投资策略主管，RBC 欧洲有限公司

Mark Bayko (特许财务分析师) ——投资组合管理主管，RBC 多美年证券有限公司

Luis Castillo——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Rufaro Chiriseri (特许财务分析师) ——固定收益主管，不列颠群岛，RBC 欧洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

Thomas Garretson (特许财务分析师) ——固定收益高级投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 资本市场有限公司

Patrick McAllister (特许财务分析师) ——股票顾问兼投资组合管理部经理，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Josh Nye——固定收益投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组，RBC 多美年证券有限公司

Alan Robinson——高级投资组合顾问，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国股票），RBC 资本市场有限公司

Michael Schuette (特许财务分析师) ——多元资产投资组合策略师，RBC 财富管理投资组合顾问组（美国），RBC 资本市场有限公司

David Storm (特许财务分析师、特许另类投资分析师) ——投资总监，不列颠群岛及亚洲，RBC 欧洲有限公司

Yuh Harn Tan——全权投资组合管理兼超高净值投资方案主管，加拿大皇家银行（新加坡分行）

Joseph Wu (特许财务分析师) ——投资组合经理，多元资产策略，RBC 多美年证券有限公司

必要信息披露

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

其中一位或多位编撰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。

RBC 资本市场有限公司评级分布

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 资本市场有限公司股市研究

截至 2024 年 6 月 30 日

评级	总数	百分比	过去 12 个月提供的投资银行服务	
			总数	百分比
买入 [优于整体板块]	857	57.44	271	31.62
持有 [与板块持平]	588	39.41	146	24.83
卖出 [逊于整体板块]	47	3.15	5	10.64

RBC 资本市场有限公司股票评级系统说明

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)。

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由 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，瞭解有关 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/经銷人和投资顾问注册，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> 与我们的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/经銷人，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/经銷人，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。

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任何责任。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。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。如需更多信息，请联系我们。

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/经銷人，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/经銷人或经銷人身份经营的银行，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標。获许可使用。RBC 财富管理是加拿大皇家银行的注册商標。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）和审慎监管局监管。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非“专业投资者”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任何疑问，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。

©2024 RBC 资本市场有限公司——NYSE/FINRA/SIPC 成员
©2024 RBC 多美年证券有限公司——加拿大投资者保护基金成员
©2024 RBC 欧洲有限公司
©2024 加拿大皇家银行
保留所有权利
RBC1524



Wealth
Management
财富管理