

全球 透視



Wealth
Management
財富管理

全球投資組合顧問委員會的觀點

2024 年 9 月



賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

隨著美國總統競選活動向 11 月冲刺，賀錦麗（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策議程正在形成，本文將討論對經濟和股市最重要的政策分歧。

Kelly Bogdanova | 第 4 頁

本期其他內容



全球股票
齊聲謹慎



全球固定收益
「是時候調整政策了」



主要預測

製作：東岸時間 2024 年 9 月 10 日下午 2:31；刊出：東岸時間 2024 年 9 月 10 日下午 3:30

有關非美國分析師的重要和必要信息披露，請參閱第 24 頁。

RBC 財富管理提供的投資和保險產品不受聯邦存款保險公司或其他聯邦政府機構的保險，也不是銀行或銀行附屬機構的存款或債務，或由銀行或銀行附屬機構提供擔保，並且存在投資風險，包括可能損失投資本金。

全球

透視

2024 年 9 月

目錄

4 每月焦點 | 賀錦麗和特朗普對相關問題的立場

隨著美國總統競選活動向 11 月冲刺，賀錦麗（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策議程正在形成，本文將討論對經濟和股市最重要的政策分歧。

18 全球股票 | 齊聲謹慎

在第 3 季即將結束之際，由於各種信息混雜，經濟形勢仍顯得模糊不清。

20 全球固定收益 | 「是時候調整政策了」

美聯儲自 2020 年以來的首次減息似乎大有可能，但問題是減息的幅度會有多大。

市場方面

3 RBC 的投資立場

22 主要預測

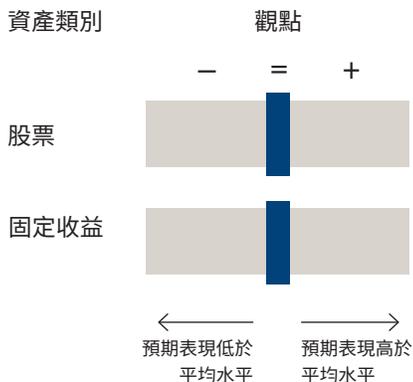
除另有說明外，所有價格均為 2024 年 8 月 31 日的收市價（美元）。



Wealth
Management
財富管理

RBC 的投資 立場

全球資產類別觀點



(+/-/-) 代表全球投資組合顧問委員會對未來 12 個月的投資觀點。

+ 看好：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能高於平均水平。

= 持平：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能維持平均水平。

- 看淡：意味著相對於其他資產類別或地區，該資產類別或地區的表現可能低於平均水平。

資料來源——RBC 財富管理

股票

- 8 月，全球股市過山車式的表現考驗投資者的心態，不過到月底似乎又恢復了平靜。美國經濟出現降溫跡象，但市場關注的是美聯儲是否有能力通過減息來實現備受期待的軟著陸。夏季波動加劇並不罕見，尤其是在市場活躍和美國股票估值升高之後。
- 雖然美國經濟衰退的風險有所增加，但我們認為經濟軟著陸仍然是最有可能發生的情況。我們對美國股票維持「持平」的立場，並繼續建議在股票投資組合中採取防禦姿態，偏重可抵受經濟進一步惡化，且估值受到盈利增長前景支持的優質派息股票。
- 我們對日本股票仍維持「看好」立場，因為估值具有吸引力，並且正在進行企業治理改革。

固定收益

- 彭博全球綜合債券指數的平均收益率在 4 月達到 2024 年的高位 4.1% 後，於 8 月降至約 3.4%，全球債券收益率已跌至本年度的最低水平。很多國家央行已經採取減息來放寬貨幣政策，美聯儲可能是下一個在 9 月政策會議上減息的銀行。
- 全球通脹壓力在年初短暫上揚後，持續改善。加拿大央行、歐洲央行和英國央行最近已多次減息，美聯儲也可能在 9 月減息 25 或 50 個基點。無論如何，在美聯儲加入全球減息週期之前，我們建議美國投資者考慮延長存續期。不過，在近期收益率大幅下跌之後，可能需要一些耐心。
- 在收益率仍高於數十年平均水平的環境下，我們重申對美國固定收益維持在市場比重。全球而言，我們傾向於主權債券而非公司債券，因為與未來經濟風險高企相比，公司債券的估值仍然較高。

每月
焦點



Kelly Bogdanova

美國三藩市

kelly.bogdanova@rbc.com

賀錦麗和特朗普對相關問題的立場

隨著美國總統競選活動向 11 月冲刺，賀錦麗（Kamala Harris）和特朗普（Donald Trump）的政策議程正在形成。美國正面臨嚴峻的抉擇，而呼聲比以往任何時候都高漲，本文將討論賀錦麗和特朗普之間對經濟和股市最重要的政策差異。

副總統賀錦麗和前總統特朗普有關經濟的競選言論都充滿民粹主義，試圖吸引中等收入選民。

但在這些言論背後，他們在有關美國經濟和股市的問題上其實存在鴻溝。他們在稅收、關稅、通脹和監管政策方面意見不一，對石油和天然氣生產商、綠色能源公司和銀行等行業的政策也不盡相同。

我們一直認為，經濟和市場不會隨著總統或華盛頓特區的指揮棒起舞。很多時候，[其他因素](#)會取代美國政府和政治建制內的發展。現實是，許多競選提案都無法成為法律、總統行政命令或官辦法規，因為制度中存在很多[制衡機制](#)。

然而，由於總統的決策會影響市場或一些行業，哪怕只是短時間的影響，考慮候選人的經濟提案仍然是有益的。

稅收計劃要點

我們正在密切留意稅收政策，因為在特朗普擔任總統期間於 2018 年實施的針對個人、投資和遺產的減稅政策，即《減稅和就業法》（下稱《減稅法》），將於 2025 年底到期。**如果不採取任何措施，稅率將自動恢復到之前的較高水平。**

《減稅法》將企業稅率從 35% 下調至 21%，但沒有到期限限制，這意味著這一低稅率將一直保持下去，直到總統簽署新的法律主動提高或降低這一稅率。

2016 年，特朗普當選總統以及共和黨領導眾議院和參議院後，股市因預期將出台減稅方案而大漲。隨著 2017 年下半年《減稅法》辯論展開，以及 2018 年初立法生效後不久，股市加速上漲，因為該協議最終成為 30 年來最大的一次稅收改革，而且其變化比市場人士最初預期的更有利於企業。從 2016 年 11 月大選日到 2018 年 1 月底，標普 500 指數總計上漲 34%，儘管在此期間也有其他因素提振市場。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

稅收問題可能成為焦點

從 2018 年開始惠及個人納稅人的《減稅法》許多規定，將於 2025 年底終止：

- 降低個人所得稅稅率和調整稅階將會終止
- 增加標準扣除額、取消個人免稅額，以及將兒童稅收抵免額增加 1 倍的措施將會終止
- 州和地方稅扣除額和房屋貸款利息扣除額將會終止
- 資本利得與普通收入以不同門檻繳稅的政策將會終止
- 替代性最低稅的減免政策將會終止
- 遺產稅的減免政策將會終止
- 較高的終生贈與限額將會終止
- 21% 的企業稅率不會終止，但在即將來臨的稅收立法中可能會更改

註：受《減稅法》到期條款影響的項目不限於這裡列出的信息。本信息不構成稅務建議。

資料來源——稅務基金會、Kiplinger、RBC 財富管理

毫不意外，在這個競選季，共和黨和民主黨的領導者在稅收政策上再次出現分歧：

- 特朗普提議，無論家庭收入如何，將《減稅法》中的所有低稅率條款——包括個人、遺產、資本利得和股息收入等稅率的條款——延長至 2025 年年底之後。他提議取消「社會保障」退休收入的部分所得稅。註：要在參議院以 51 票通過（協調程序，無阻撓議事），稅收方案增加的赤字不能超過「政府評分機構」評估的多年預算期限。特朗普可能會要求將任何額外的關稅收入估算納入計算中。赤字鷹派通常對評分方法的真實性持懷疑態度。但 2017 年底的《減稅法》就是這樣通過的。
- 賀錦麗提議延長大多數納稅人的低稅率，但贊成提高年收入 40 萬美元以上家庭的稅收，並將年收入 100 萬美元以上者的長期資本利得稅從 20% 提高到 28%。她會提高《減稅法》的兒童和小型企業稅收抵免，並為首次購房者提供新的稅收抵免。
- 賀錦麗主張將企業稅率從 21% 提高到 28%，低於《減稅法》之前的 35%。雖然特朗普此前曾主張將公司稅率至少降至 20%，但最近他提議將在美國生產商品的公司的稅率降至 15%，但有一些限制。

有關候選人稅收提案的詳細信息，請參閱[第 16 頁](#)附錄。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

解讀稅法修改的影響

數十年來，許多華爾街基金經理和股市人士的觀點是，減稅對經濟和股市有利。相反，加稅可能會拖累經濟增長，並打擊整體股市或重要行業的股票，至少在短期內如此。從歷史上看，加稅和減稅配合削減赤字時（例如在 1990 年代）會更被看好。

對於試圖從非黨派角度並根據歷史經驗進行分析的經濟學家來說，這是一個更為複雜的問題。

稅收政策對經濟活動的影響可能取決於以下因素：

- 稅法修改的幅度和成分，即稅率下調／減免的分佈情況，相對於稅率上調的分佈情況
- 不同家庭收入階層及其消費能力受到什麼影響
- 稅法修改的時機，即修改發生在商業週期的哪個階段
- 稅法修改如何影響聯邦開支、聯邦預算赤字和通貨膨脹
- 稅收和其他財政政策與美聯儲貨幣政策的相互作用

此外，影響經濟增長的因素還有很多，包括那些與稅收或華盛頓政策整體關係不大的因素。

無論 2024 年誰當選總統，國會選舉結果都會在決定稅收和其他財政政策方面發揮重要作用。

稅收立法不會憑空進行審議。即將到來的稅務審議，很可能會涉及更廣泛的聯邦預算政策辯論，包括開支水平和關稅政策（稅收的另一種形式），以及對龐大的聯邦赤字和債務的影響。分析財政政策的無黨派組織，例如美國聯邦預算問責委員會，指出兩位候選人的稅收提案中的條款成本相當高，而且現階段兩位候選人都沒有可信的赤字削減提案。

如果特朗普當選，政策辯論可能會考慮到他將設立的新政府效率委員會的工作，他已任命企業家馬斯克（Elon Musk）領導該委員會。該委員會將對聯邦開支和政府績效進行審計，以便提出「大刀闊斧的改革」。

我們認為，截至撰寫本文時，針對個人或企業的重大稅法修改並未影響股市情緒。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

根據彭博宏觀策略師 Cameron Crise 的一項研究，標普 500 指數公司支付的實際稅率，從《減稅法》前幾年的平均 30.5% 降至 2018 年《減稅法》全面實施後的 19.7%。

減稅奏效

《減稅法》實施後，標普 500 企業的稅率中位數顯著下降



資料來源——彭博新聞社，「數據如何反映實際企業稅率：宏觀分析師 (Macro Man)」2024 年 8 月 20 日；數據代表截至 2024 年 4 月 30 日的 12 個月實際稅率中位數

誠然，實際稅率差異很大，一些最大的標普 500 跨國公司支付的稅率要低得多，因為它們將大量收入轉移到海外低稅率的國家和司法區，並使用其他會計操作。

若公司稅率有任何立法修改，標普 500 公司中位數的實際稅率將取決於扣抵額和漏洞是否維持、收緊或放鬆，將收入轉移到海外的誘因是否仍然存在，以及是否會實施替代性最低公司稅。實際稅率最終可能因公司而異，就像現在一樣。

我們認為，標普 500 利潤率預測不會考慮企業稅率的修改，目前預測接近 1990 年以來的幅度上限。

即便如此，對於那些想知道企業稅率對整體股市影響的人來說，彭博的研究還是有一些有趣的資料。根據追溯到 1947 年的數據，Crise 發現，「**從長遠來看，實際企業稅率與標普 500 指數表現的相關性基本上為零**在許多方面，監管的重擔和貨幣政策的背景，對股票回報的影響比稅率更為重要，儘管這可能令人費解。」

投資者應該記住，在我們踏入「長期」之前，下一任總統與國會（以及說客）之間關於稅率、聯邦開支、赤字和債務的財政政策辯論，可能會對大選後的美國股市產生短期影響，包括在 2025 年期間。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

價格計劃和民粹主義

華爾街的許多人都在關注一個事實，即按年通脹率自 2022 年達到峰值以來已顯著下降，因為這往往會影響資產價格，所以這是個良好的進展。

但總統候選人和大多數選民仍然關注的是，整體物價仍然非常高，而這正是影響家庭預算的因素。

換句話說，華爾街和普通民眾對通脹問題的看法大相逕庭。

通脹率已下降了很多……

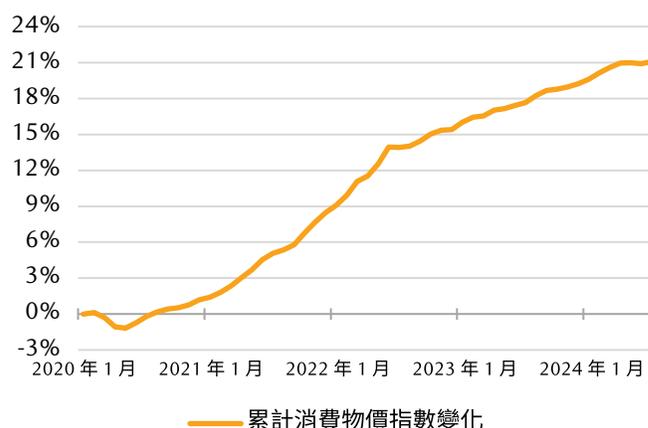
美國消費物價指數通脹率的同比情況



資料來源——RBC 財富管理，彭博；「核心消費物價指數」不包括食品和能源；截至 2024 年 7 月的數據

……但物價仍然很高

2020 年以來的累計物價增幅



賀錦麗提出的通過打擊「哄抬物價」來解決高物價問題的提案得到進步組織的支持。民調顯示，這建議也得到一些搖擺州年輕選民的支持，而年輕選民對搖擺州的選舉結果非常重要。民調顯示，這一代人對實現「美國夢」的能力最為悲觀。然而，我們認為，對於許多 50 歲以上的選民而言，賀錦麗針對「哄抬物價」的想法，會讓人聯想到 1970 年代共和黨總統尼克森「價格管制政策」的負面形象。

目前已有法律機制打擊在緊急情況下哄抬物價的行為，而且根據聯邦和各州的反壟斷法，合謀定價已屬違法。

現階段還不清楚賀錦麗是否只是表示，她將在緊急情況下更積極地執行哄抬價格保護措施，還是在尋求更廣泛的聯邦權力，就像進步民主黨參議員 Elizabeth Warren 和 3 位中西部民主黨參議員共同提出的《2024 年防止價格欺詐法》所主張的那樣。

這類立法可以為聯邦貿易委員會提供更多的價格監管空間，因為它將明確規定，在緊急情況或非緊急情況下（目前未定義），無論公司在供應鏈中的位置如何，大公司以「嚴重過高的價格」銷售任何商品或服務均屬違法行為。它還可能包括在某些情況下，要求一些大公司提供大量有關定價和成本的報告。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

無論賀錦麗的目標是什麼，任何針對「哄抬價格」的全面舉措都不會在參議院下屆會議上獲得通過，也很難在眾議院獲得支持，無論哪個黨派贏得這兩個國會議院的控制權。

前總統奧巴馬的一位高級經濟顧問已經公開反對賀錦麗的提案。經濟顧問委員會前主席 Jason Furman 對《紐約時報》說：「這是一項不明智的政策，我希望這只是一種空談，不會變成現實。這沒有積極的方面，只有消極的方面。」偏愛民主黨的出版物，如《華盛頓郵報》和《紐約時報》的編輯團隊批評這一想法，而偏愛共和黨的《華爾街日報》也批評這一想法。

關於與哄抬物價和合謀定價相關的其他法律領域，賀錦麗政府將比拜登政府和前任特朗普政府更積極地調查和起訴聯邦反壟斷和消費者保護案件。

與其他許多州相比，賀錦麗的家鄉加利福尼亞州歷來都積極採取此類行動，並制定有利於消費者而非企業的法律法規。這類行動出現在賀錦麗擔任加州總檢察長的 6 年之前、期間和之後。

特朗普與賀錦麗不同，他的通脹策略側重於鼓勵更多的國內石油和天然氣生產以及能源出口，目的是大幅降低能源和電力的整體價格，而能源和電力是許多商品和服務的重要成本。

我們認為，即使這能抑制全球石油和商品價格，特朗普的一些其他政策，例如提高關稅，也可能部分或全部抵消能源和電力價格下降帶來的好處。

關稅問題

關稅提案值得特別關注，因為特朗普的許多政策比他在上一任期實施的政策更加全面，而且這些提案與賀錦麗的提案大相逕庭：

- 特朗普支持對所有進口商品徵收 10% 或以上的關稅，並對中國進口商品徵收 50% 或以上的高額關稅。他會對美國公司在海外生產並進口到美國的商品徵收關稅，並會對美國工作外包的國內公司徵收關稅。他還威脅要對在美元體系以外進行貿易的國家徵收關稅。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

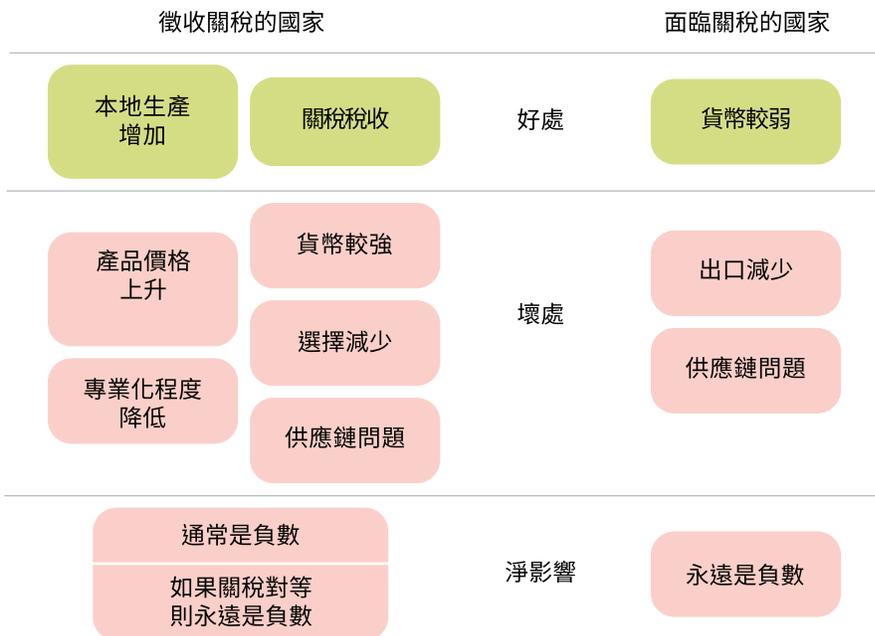
- 賀錦麗不支持全面提高關稅，並認為這種關稅「實際上是一種國家銷售稅」。她也不支持大幅提高對中國進口產品的關稅，但很可能會保留特朗普和拜登實施的對華關稅和制裁。

有關候選人關稅提案的詳情，請參閱第 17 頁附錄。

RBC 全球資產管理有限公司首席經濟學家 Eric Lascelles 寫道：「**(關稅) 無可否認會對被徵收關稅的國家造成傷害**，因為這會降低該國的出口能力，並造成不可避免的供應鏈問題。但貨幣弱勢帶來的好處部分抵消了這些損失。」

不過，他提醒說：「**關稅也常會損害徵收國的利益**。雖然該國可能會設法在目標行業增加國內生產，政府也會從關稅中獲得額外收入，但有一些隱含成本會侵蝕這種優勢。」

理論上關稅對 GDP 的影響



資料來源——RBC 全球資產管理首席經濟學家 Eric Lascelles

由於特朗普似乎正在利用對中國徵收高關稅，以及對所有商品全面徵收關稅的提案作為談判籌碼，Lascelles 補充道：「我們認為任何關稅都會比目前提案的要低得多，但是新關稅的想法也不會是虛張聲勢的。」

RBC 財富管理將發表一份關於關稅和移民問題的獨立報告，包括其對通脹的影響。

賀錦麗和特朗普對相關問題的立場

法規和繁文縟節

賀錦麗和特朗普都主張降低對小企業的監管，並在這一話題上充滿民粹主義論調。

市場人士普遍認為，特朗普的監管制度可能會比賀錦麗更有利於企業，我們對此深信不疑，但其中也有細微差別。

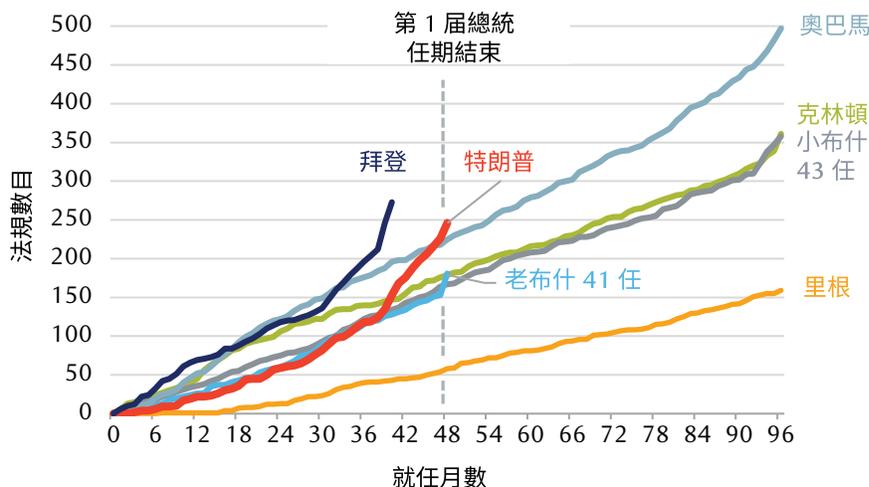
拜登賀錦麗政府在近 3 年半期間增加的「具重大經濟意義的法規」，比特朗普在其任內增加的法規多 11%，而且有證據顯示，特朗普在任期間取消的法規比拜登多。

然而，普遍認為特朗普會全面放寬監管，這與他出任總統時的施政紀錄並不相符。

在特朗普擔任總統的首 3 年，新法規的數量低於拜登、奧巴馬和克林頓政府的首 3 年，甚至略低於小布什政府。但在特朗普執政的第 4 年，法規數量激增，部分原因可能跟疫情有關。整體而言，特朗普政府最終實施的「具重大經濟意義的法規」數量，超過奧巴馬第 1 任期的數量。

自里根總統以來，每一任總統都增加法規管制，而在過去 3 任總統期間，法規增加的速度更快。

各屆政府制定的「具重大經濟意義的最終法規」累計數目



註：1996 年國會審議法所定義的「具重大經濟意義的最終法規」，是指每年對經濟造成 1 億美元或以上影響的法規，或成本與價格大幅增加的法規，或對競爭與各種經濟指標造成重大不利影響的法規。

資料來源——喬治華盛頓大學法規研究中心；截至 2024 年 8 月 5 日的數據

在環境監管政策和影響傳統能源生產商的法規方面，賀錦麗和特朗普之間的差異非常明顯。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

賀錦麗政府將比特朗普第 2 任政府實施更積極、更嚴格的環境法規。這也是她出任加州總檢察長和參議員時所倡導的。賀錦麗此前支持「綠色新政」有爭議，即在 2030 年前將美國經濟轉向清潔、可再生能源，而特朗普則強烈反對，現在依然如此。

雖然在本輪選舉中，兩黨競選團隊都很少關注氣候問題，我們也懷疑下一屆國會是否會支持「綠色新政」或類似的立法，但我們相信賀錦麗會尋找機會在這一問題上取得進展。特朗普表示，他會撤銷現有的氣候相關法規和聯邦目標。

人們可能會爭論某些法規（環境法規或其他法規）對社會和整個國家是好還是壞，有時候是否真的非常需要法規，以及某些法規是否真的能夠最終降低某些企業和家庭的成本。

儘管多位總統候選人在一次又一次的競選活動中承諾「削減繁文縟節」，但多年來企業面臨的沉重監管負擔已成為常態。20 多年來，「全國獨立企業聯合會」等代表小型企業的組織，以及「美國商會」等代表大公司和小公司的組織，一直在抱怨這一點。

我們認為，只有齊心協力、集中精力減少監管，才能改變這種狀況。**為了讓放寬管制對企業界及社會都有效，我們認為需要「手術刀」，而不是「大錘」。**

對行業的影響

正如下頁的一覽表所示，根據兩位候選人以往的記錄和競選期間的政策聲明，他們在涉及某些行業時採取的方法與人們普遍理解的不同，而在其他行業採取的方法則類似。

考慮兩位候選人的行業傾向和提案是明智之舉，但投資者應小心謹慎，不要根據誰贏得總統大選就對特定產業或行業的股票走勢妄下結論。

影響產業和行業回報的因素很多（有些是意想不到的），而通常其他一些基本問題對回報的影響要比選舉相關問題大得多。

最近的例子表明，考慮到當時總統的觀點和行動，各行業的表現並未達到許多市場人士的預期：

- **特朗普擔任總統時，銀行股表現不佳。**2016 年大選結束後不久，CNBC 發表了一篇文章，標題是「特朗普獲勝，銀行迎來全新的時代」。在特朗普執政的大部分時間裡，情況都是如此。標普 500 指數銀行業組別在 2019 年的表現略優於標普 500 指數。但疫情出現，美聯儲迅速將利率下調至接近零的水平，銀行股表現就大幅落後大市。標普 500 指數在特朗普任期結束時成功從疫情的大跌中強勁反彈，但銀行股則未能回升。從 2016 年大選日到 2020 年大選日，標普 500 銀行指數總共只上漲 6.3%，而標普 500 指數則上漲 57%。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

- **能源板塊在特朗普擔任總統時表現大幅落後，但在拜登領導下卻大幅跑贏。**儘管特朗普對石油和天然氣行業採取有利的監管措施，並制定「鼓勵鑽油」的友好政策，但從 2016 年大選日到 2020 年大選日，能源板塊下跌 56%。與此同時，標普 500 指數卻上漲 57%。在 4 年期間，一個行業與整個市場之間的存在如此大的差異，這實在少見。能源行業先是受到石油輸出國組織內部價格戰的壓力，然後又受到疫情的影響。

拜登的石油和天然氣政策不如特朗普的政策對行業有利，但從拜登於 2020 年 11 月當選至今，該行業已上漲 194%。隨著與疫情相關的供需挑戰逐漸消退，能源行業從中受益，隨後在 2022 年初烏克蘭危機爆發時一路走高。這一漲勢超過標普 500 指數 61% 的漲幅。在拜登擔任總統期間，能源板塊是迄今為止標普 500 指數 11 個行業中表現最好的。其漲幅幾乎是表現第 2 好的資訊科技板塊的 2 倍，而資訊科技板塊的表現也相當強勁。

賀錦麗和特朗普在行業問題上的比較

銀行和金融服務	特朗普的監管政策提案可能會比賀錦麗的建議更有利，而且他可能會更支持金融業併購和增加整體併購。在其他法規中，賀錦麗尋求限制客戶費用，她稱之為「隱藏費用和逾期罰款」，正如她在參議院所做的那樣。她起訴並批評「大銀行」。
石油、天然氣、煤炭、 電力、稀土礦物	特朗普支持減少監管、擴大租約和批准鑽探，以提高國內石油和天然氣的產量和出口量。他願意頒佈「國家緊急狀態」聲明，以實現國內能源供應的「大規模增長」。他尋求建設能源和電力基礎設施，包括建設管道、煉油廠、傳統發電廠和核反應堆。他主張擴大電網，以滿足人工智能所需的更大電力用量。特朗普還尋求增加煤炭生產和出口，並提議取消對稀土礦開採的環境限制。雖然賀錦麗不再支持「水力壓裂」禁令，但她可能會對石油、天然氣、煤炭、電力生產商和採礦業實施比特朗普更嚴格的監管。
清潔能源與清潔科技	賀錦麗尋求保留並加強《降通脹法》的行業補貼和激勵措施。特朗普尋求透過立法「取消所有未動用」的《降通脹法》資金。一些受益公司位於共和黨國會選區；有眾議院共和黨人已警告不要廢除《降通脹法》。如果取消未用資金的提案在國會未獲通過，他可能會試圖通過行政機構削減或減緩資金的使用。特朗普認為核能是清潔能源，支持建設更多核電站，包括滿足人工智能的電力需求。
製藥和醫療保險公司	賀錦麗尋求在拜登政策的基礎上將更多藥品納入「醫療保險」（Medicare）價格上限清單。她還希望將價格上限清單擴大至所有美國人，而不僅僅是參加「醫療保險」的退休人士，並尋求將每個人的自付藥物開支永久性限制在每年 2000 美元（作為《降通脹法》的一部分，醫療保險受益人的這一上限計劃於 2025 年開始實施）。特朗普先前曾支持賦予「醫療保險」對處方藥的議價能力，以及拉平美國與其他國家之間的價格（即「最惠國待遇」定價）。無論誰當選，我們相信製藥業的遊說者都會反擊，並可能尋求妥協，而國會在這方面也會有很大的發言權。更多的定價限制可能會讓一些醫療保險公司受益，而他們也可能會從特朗普放寬監管中獲益。
科技	兩位候選人可能都會繼續積極開展針對一些大型科技公司的反壟斷調查／案件。但他們都會支持整個科技行業，包括人工智能的發展。他們都明白，科技公司是創新和 GDP 增長的主要動力，而且他們都與科技行業的知名高管有聯繫。不過，兩位候選人都可能會以國家安全為由，維持和增加對中國的科技出口限制，這可能會對部分美國公司造成負面影響。強大的科技行業遊說團體，將在重大政策議題上發揮影響力。
軍事武器承包商	兩位候選人都支持龐大的武器開支，以及向盟友和友好國家出口美國武器。雖然在武器系統的開發上可能有不同的優先順序，但我們認為，國會、五角大樓和其他國家安全官員在這些問題上的發言權比人們通常認為的要大。從歷史上看，共和黨人一直主張提高開支水平，但多年來，由於兩黨都由外交政策鷹派人士主導，武器開支已成為兩黨共同關心的議題。而軍事武器承包商則是另一個強大的遊說團體。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

- 儘管拜登的石油和天然氣政策相對於特朗普對產業沒有特別有利，但自 2020 年 11 月拜登當選以來，該產業已上漲 194%。隨著與疫情相關的供需挑戰逐漸消退，能源產業受益匪淺，並在 2022 年初烏克蘭危機爆發後進一步走高。能源產業的漲幅超過了標普 500 指數 61% 的漲幅。在拜登擔任總統期間，能源產業是標普 500 指數 11 個板塊中表現最好的。其漲幅幾乎是表現第二好的資訊科技板塊的兩倍，表現相當強勁。
- 到目前為止，拜登總統任期內的清潔科技和清潔能源股的表現遠遠落後於傳統能源板塊和標普 500 指數。「First Trust NASDAQ Clean Edge 綠色能源指數基金」就是一個例子。自拜登 2020 年當選總統以來，該指數基金已下跌 35%，儘管拜登政府幫助制定並大力推動通過《降通脹法》，其中包括前所未有的清潔科技和清潔能源激勵措施和補貼。與同期能源行業 194% 的漲幅，以及標普 500 指數 61% 的漲幅相比，35% 的跌幅顯得非常遜色。

許多市場人士會根據誰當選總統而預測走勢，而清潔科技、能源產業和銀行的表現與這些預測有重大差異，這是有合理原因的，我們就不做冗長的解釋了。

這些都說明我們的一貫觀點，即在產業和行業回報方面，往往有多種因素在起作用。總統對某一行業持友好（或不友好）態度，並不意味著股票表現也會自動跟隨。

總統不能左右股市

對於個人投資者而言，我們認為面對大選的最佳投資策略是謹守已有的長期投資策略，避免根據各種大選結果進行資產類別或行業的大幅調整。

近年來，那些對特朗普上屆總統任期感到不安並因此保持觀望或減少美國股票投資的人，可能會錯過大幅的上漲行情。在他的 4 年任期內，標普 500 指數上漲 67%，其中包括在疫情最壞期間出現的大幅下挫。

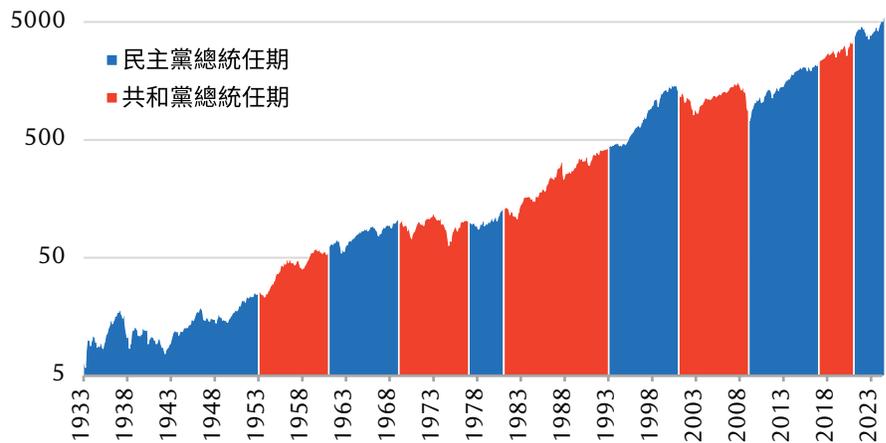
同樣，那些對奧巴馬 8 年任期心存疑慮的人，如果袖手旁觀或持有較低的股票配置，就會錯過累計 181% 的漲幅。而那些擔心拜登的人則會錯過他任期以來的 40% 漲幅。

總之，在兩黨總統的領導下，市場都在上漲，其整體表現往往與誰佔據橢圓形辦公室關係不大。

賀錦麗和特朗普對 相關問題的立場

兩黨執政期間市場都上漲

標普 500 指數自 1933 年以來的表現，按總統政黨控制權劃分



資料來源——RBC 財富管理、彭博，截至 2024 年 8 月 31 日的月度數據（以對數表顯示）。按政黨更迭時的就職日期分類

無論賀錦麗還是特朗普在 2024 年贏得總統職位，我們仍然堅信，政府結構中的正式和非正式制衡機制將制約下一任總統實現其全部政策目標。從歷史上看，這種制衡機制往往對股市有利。

此外，其他因素對美國股市表現的影響通常大於聯邦選舉結果，這些因素包括商業週期的自然起伏、美聯儲的貨幣政策以及行業創新。

有關候選人政策立場的詳情，請參閱下兩頁的附錄。

附錄：賀錦麗和特朗普對相關問題的立場

由於《減稅法》將於 2025 年底到期，候選人提出以下的稅收提案

	賀錦麗	特朗普
個人稅率	延長大多數納稅人的低稅率。允許對收入超過 40 萬美元的家庭提高稅率。稅率沒有明確規定，但拜登賀錦麗提出的 2024 年財政預算案，是將收入超過 40 萬美元的單身納稅人，以及收入超過 45 萬美元的聯合納稅人的最高個人所得稅稅率，均提高到 39.6%。	不論家庭收入，延長《減稅法》中的所有低稅率。對降低稅率持開放態度。也會考慮讓關稅最終取代部分或全部所得稅收入。
標準扣除額	立場不明確。	延長《減稅法》中較高的扣除額。
兒童稅收抵免	將每名兒童的基本抵免額從 2000 美元提高到 3000 美元，並進一步將出生第 1 年的兒童的抵免額提高到 6000 美元，其他 6 歲以下兒童的抵免額提高到 3600 美元。	延長《減稅法》中每名子女 2000 美元的抵免額。對增加這一額度持開放態度，並考慮新的家庭稅收抵免（JD Vance 提出的每名兒童 5,000 美元的提案）。
收入所得稅抵免 (EITC)	擴大收入所得稅抵免的適用範圍，為沒有子女的納稅人提供更多的收入所得稅抵免。	延長《減稅法》。
購房者稅收抵免	為符合條件的首次購房者提供 25,000 美元的稅收抵免額，高於拜登提出的 10,000 美元提案（當年國會沒有通過）。	沒有提案。
小企業稅收抵免	將創辦小型企業的稅收扣除額從 5,000 美元提高到 50,000 美元。	沒有提案。
小費稅	建議對某些服務行業的工作人員「不徵收小費稅」。	建議對某些服務行業的工作人員「不徵收小費稅」。
「社會保障」退休收入	沒有提案。	取消「社會保障」退休收入的部分所得稅。
「醫療保險」稅	立場不明確。之前支持增「醫療保險」稅，使收入超過 40 萬美元的稅率達到 5%（拜登賀錦麗 2024 年預算案）。	延長《減稅法》。
資本利得和股息收入	支持將資本利得稅稅率從《減稅法》的 20% 提高到 28%（針對收入在 100 萬美元以上的人士）。	延長《減稅法》。目前的長期資本利得稅稅率為 0%、15% 或 20%，具體取決於收入水平。
「未實現收益」稅	支持所謂的「億萬富翁最低稅率」。具體提案尚不清楚，但在拜登賀錦麗 2025 年財政預算提案中，淨財富超過 1 億美元的納稅人，將被要求對包括未實現資本利得在內的收入，繳納 25% 的最低實際稅率。納稅人將根據最低稅率計算實際稅率，如果實際稅率低於 25%，則需繳納額外稅款，使實際稅率達到 25%。這需要立法，不大可能在國會獲得通過。	強烈反對徵收「未實現收益」稅。
替代性最低稅	立場不明確。之前支持降低「替代性最低稅」豁免額（即提高「替代性最低稅」稅率）。	延長《減稅法》。
遺產稅	立場不明確。之前支持降低遺產稅豁免額（即提高遺產稅）。	延長《減稅法》。截至 2024 年，個人最多可免除 1361 萬美元的聯邦遺產稅和贈與稅，已婚夫婦可免除 2722 萬美元。
贈與稅	立場不明確。之前支持降低「贈與稅」免稅額（即提高「贈與稅」）。	延長《減稅法》。
公司稅率	將公司稅率從 21% 提高到 28%。將股票回購稅從 1% 提高到 4%。對扣除額、漏洞、海外收入、股息和公司替代性最低稅的立場不明確。替代性最低稅在《降通脹法》中通過，但國稅局推遲實施。	之前曾主張將公司稅率從 21% 降至 20% 或更低。最近呼籲將稅率降至 15%，「只適用於在美國生產產品的公司」，並為此類公司提供稅收抵免和會計激勵措施。特朗普說：「如果你外包、離岸或取代美國工人，你就沒有資格享受這些福利。」

註：受《減稅法》到期條款影響的項目不限於這裡列出的信息。這些信息不構成稅務建議。

資料來源——RBC 財富管理、候選人宣言、競選聲明、美國聯邦預算問責委員會、Urban-Brookings 稅務政策中心、稅務基金會、彭博新聞社、福布斯、CNBC、Axios。

附錄 (續)

候選人的關稅提案

	賀錦麗	特朗普
全面和對等關稅	不支持全面提高關稅。認為這種關稅「實際上是一種國家銷售稅」。	尋求在一段時間內逐步對所有國家（包括盟國和非盟國）的進口商品全面徵收 10% 的關稅（但他在一些聲明中主張徵收 10%-20% 的關稅）。就《美墨加貿易協定》而言，最初可能會有例外（見下文）。10% 的關稅相對於目前大約 2.3% 的平均關稅（平均 2.3% 主要由於對中國商品徵收的關稅較高）。他同時承諾，對美國類似商品徵收高關稅的國家的進口產品。徵收對等關稅。
對在海外生產的美國公司徵收關稅	對特朗普這項提案未有發表評論，此前也未支持過類似提案。	提議對美國公司在海外生產並進口到國內的商品徵收關稅，並對將工作外包的國內公司徵收關稅。將生產轉移到海外的公司將面臨「巨額」關稅。這些在海外生產的公司將沒有資格享受 15% 的企業稅率和其他製造業稅收減免和會計激勵措施。
美墨加貿易協定 (前北美自由貿易協定)	尚未評論她是否會在 2026 年 7 月審議《美墨加貿易協定》時尋求對其修改。鑑於她以往的記錄，不太可能尋求重大改變。	特朗普的經濟顧問 Scott Bessent 表示，在 2026 年 7 月審議《美墨加貿易協定》之前，10% 的全面關稅可能不會實施。不過，在審議時，特朗普可能會尋求改變，其中可能包括對墨西哥和加拿大進口商品徵收額外關稅。審議還可能收緊《美墨加貿易協定》商品的原產地規則和最低含量要求，這會是針對中國出口到墨西哥並最終進入美國的商品。
對中國徵收關稅	此前不支持大幅提高中國進口商品的關稅。對特朗普政府和拜登政府期間實施的現有對華關稅和制裁措施，沒有表示可能做出任何改變。可能會以拜登的「去風險」和「小院高牆」對華政策為基礎。	對所有從中國進口的商品大幅徵收關稅。他告訴彭博，關稅將為 50%，但許多新聞機構報道為 60%，他還告訴福克斯新聞，「也許會超過這個數字」。而目前中國商品的平均關稅為 19%。新的關稅水平可能因產品類別而異。整體而言，可能會在多個方面對中國實施更激進的政策。
去美元化關稅	她尚未評論特朗普支持對美元區外貿易國家徵收關稅，但支持特朗普和拜登仍在實施的經濟制裁，導致「去美元化」趨勢加速。	他表示不太願意對對手國家使用經濟制裁，而較願意只在短期內使用經濟制裁，因為經濟制裁所引發的去美元化趨勢。不過，他威脅要對在美元體系之外進行貿易、不「尊重美元作為世界貨幣」的國家徵收關稅。我們認為，這在功能上類似於制裁。

資料來源——RBC 財富管理、候選人宣言、競選聲明、預算問責委員會、美國行動論壇、特朗普經濟顧問 Scott Bessent、外交事務、彭博新聞社、華盛頓郵報、哥倫比亞廣播公司新聞、福克斯新聞、Vox 新聞網

全球 股票



Jim Allworth

加拿大溫哥華

jim.allworth@rbc.com

齊聲謹慎

主要股市在夏季中期大幅下滑後有所反彈，但到目前為止，大多數尚未創出新高。儘管如此，衡量標普 500 指數市場「廣度」的指標——漲跌線和標普 500 等權重指數——在幾週前創下新高，表明標普 500 指數最終也將跟隨。

標普 500 指數在 7 月的高峰時，市盈率為 23.3 倍，達到今年預測的每股收益 243 美元。明年預測為 20.6 倍，每股收益 275 美元。通常，投資者認為 20 倍或以上的市盈率「昂貴」、「不可持續」或「限制進一步上漲」。然而，歷史上並沒有明確的估值界線限制股市突破。

我們認為，估值過高並不是市場陷入跌勢的原因。相反，這是對盈利前景顯著的負面重新評估。有時這類情況會以「增長恐慌」的形式出現，它們通常會轉化為盈利結果，而這些結果並不像最初擔心的那麼嚴重。市場會經歷一段調整期，然後再開始新一輪的升勢。

另一方面，經濟衰退持續的時間較長，通常需要預測者進行一連串負面的盈利修正，而這些修正往往比經濟放緩初期的溫和「調整」要更糟糕。隨著投資者放棄對今年盈利的期望，他們往往也對未來的經濟和盈利能力能否以合理的溢價恢復增長失去信心。

這種對股市結果的不同看法，是引起經濟衰退與否的激烈爭論的原因之一，而它總是在美聯儲長期緊縮週期後出現。長期以來，雙方都不敢宣稱勝利，但也不願意承認失敗。

股票觀點

地區	目前
全球	=
美國	=
加拿大	=
歐洲大陸	=
英國	-
亞洲（日本除外）	=
日本	+

+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

「軟著陸」派對此感到振奮，因為股市的背景發展似乎持續支持他們的觀點。標普 500 指數今明兩年的盈利預測為每股 243 美元，增長 9.6%，而當前的預測為每股 280 美元，增長 15.2%，與年初的預測相差不大。按照今年 23 倍和明年 19.5 倍的市盈率，我們認為軟著陸的情況已被充分反映。

另一方面，「硬著陸」派會認為，明年的盈利增長預期通常只不過是今年增長率的加減推論。他們認為，如果經濟走勢的基本假設發生變化，2025 年的前景可能有顯著變動。

他們還指出，由於投資者對經濟和盈利前景過於樂觀，所以股市在熊市開始前幾乎都是處於估值高峰。對於當前經濟增長率是否預示經濟在短期內會陷入衰退，也可以得出類似的結論。回顧過去 100 年的所有衰退，衰退開始前一季的 GDP 增長率在 -2% 到 +9% 之間；換句話說，一個時期的 GDP 增長數據，並不能告訴我們在下一時期出現衰退的可能性。

全球股票

GDP 的組成可能更能說明問題。消費開支始終佔美國 GDP 的 70 % 左右。如果消費者不縮減開支，美國和大多數其他先進經濟體很難陷入衰退。

過去幾年，美國實際消費開支年增長率維持在 1% 至 3% 之間。在該期間的大部分時間，開支的推動力——可支配收入（即稅後個人收入）——增長速度較開支快，從而使儲蓄得以增加。但在過去 3 季，消費開支的增長速度顯著快於可支配收入，家庭減少儲蓄並增加債務才能維持開支水平。這使得儲蓄率降至疫情前水平的一半以下，接近數十年的最低點。

在某些方面，情況比這些數字顯示的更糟糕：過去幾年，食品、公用事業、房地產和汽車保險等必需品的價格上漲了 20% 或以上。雖然現在價格上漲的速度已經放緩，但幾乎沒有任何下降的跡象。此外，債務成本也顯著上升。這使得可支配收入減少，便會減少購買汽車、家電、外出用餐、旅行、家居裝修等，而這些非必需消費品，大多對整體經濟有更高的乘數效應。

到目前為止，可支配收入增長放緩，並未令整體消費開支相應減少。消費者對工作保障和未來薪資增長保持樂觀情緒，讓他們有信心減少儲蓄並借債以維持開支。然而，如果可支配收入增長沒有回升，我們

認為，更具挑戰性的經濟增長環境似乎更快會到來。

那麼，我們該何去何從？毫不出奇，我們當然想兩者兼得。我們注意到，兩年多前我們的興衰記分卡把美國經濟全部編入「綠色」擴張一欄，但現在追蹤的 7 個指標已無可避免地滑向衰退性「紅色」欄。一切都總會有第 1 次。即使所有指標都顯示「紅色」，也不能說明經濟衰退不可避免。顯示美國經濟可能衰退的歷史性指標不斷上升，忽視這些指標將是不明智的，這可能導致未來標普盈利預測下調，削弱目前高市盈率的支撐。這種觀點要求對投資組合中的股票選擇採取謹慎態度，並可能最終減少股票比重。

但目前還不是時候。正如開始時指出，「廣度」指標一直在領導市場：漲跌線和標普 500 等權重指數最近均創出新高，而主要的美國市場指數——標普 500 市值加權指數、納斯達克綜合指數和羅素 1000 指數——則尚未達到新高。

如果主要市場指數出現新一輪升勢，但廣度指標未能跟隨，反而進入下行趨勢，這將是股市可能進入更深、更廣泛回調的訊號。然而，風險始終存在，即這個單一指標不會像往常那樣表現。我們必須保持謹慎和警惕。

全球

固定收益



Thomas Garretson
(特許財務分析師)

美國明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com

「是時候調整政策了」

上述 8 個字，是 8 月底美聯儲主席鮑威爾在美聯儲傑克遜霍爾年度經濟研討會說的，是向市場發出迄今為止最明確的信號，表明美聯儲已準備開始利率正常化進程。

美聯儲在 9 月 17 日至 18 日舉行的會議上，可能會實行自 2020 年以來的首次減息，屆時將與歐洲、英國、加拿大以及其他已經減息的央行站在同一陣線。

這樣做的理由很簡單。就美聯儲穩定物價和充分就業的雙重職責而言，通脹上行風險已轉為就業下行風險。儘管美聯儲的目標是讓歷史上強勁的就業市場降溫，並且基本上實現了這一目標，但現在可能正處於下行的臨界點。

如圖所示，7 月失業率曾短暫躍升至美聯儲目前對充分就業長期水平的估計之上，但 8 月又回落至該水平。雖然通脹尚未完

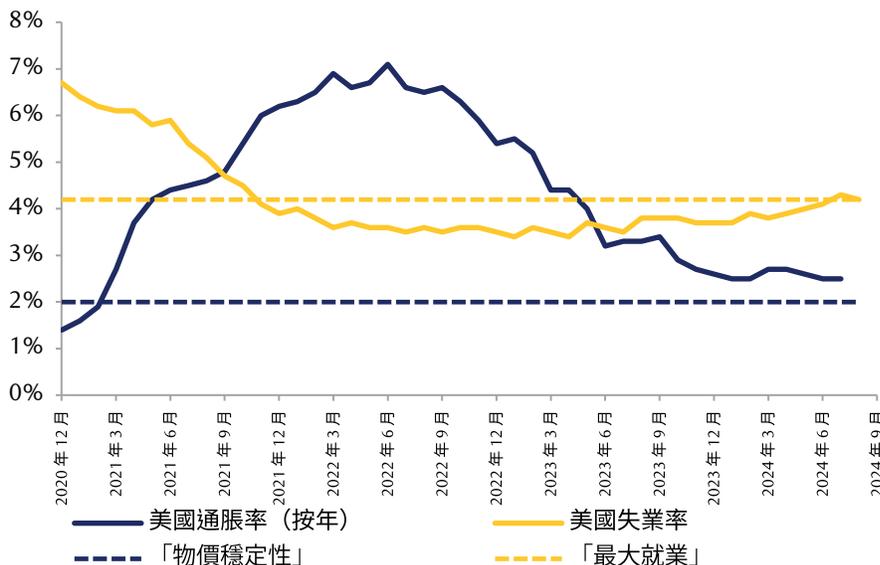
固定收益觀點

地區	政府債券	公司債券	存續期
美國	+	-	7-10
加拿大	+	=	3-7
歐洲大陸	+	=	3-7
英國	+	=	3-7

+ 看好；= 持平；- 看淡
資料來源——RBC 財富管理

全回到目標水平，但鮑威爾早已表示，只要通脹的趨勢向正確方向發展，減息可能會在達至目標水平之前就開始。等到通脹實際回到目標水平才減息可能為時太晚，從而增加衰退風險。

通脹的上行風險逐漸消退，但隨之而來是就業下行風險



資料來源——RBC 財富管理，彭博，美聯儲；通脹率基於個人消費開支指數。

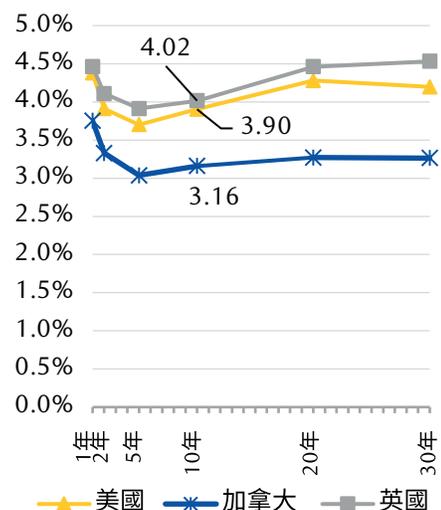
全球固定收益

現在時機已基本確定，唯一有待決定的是首次減息的幅度。儘管就業市場背景日益令人擔憂，但美聯儲理事 Christopher Waller 在 8 月非農就業報告公佈後指出：「就業市場繼續疲軟，但並未惡化。」這導致市場人士普遍預期美聯儲本月將傾向減息 25 個基點。

但正如鮑威爾在 8 月指出的那樣，「我們不尋求或歡迎就業情況進一步降溫」，如果就業數據進一步疲軟，這可能意味著美聯儲在未來的幾個月會通過更大幅度的減息來加快政策調整進程。

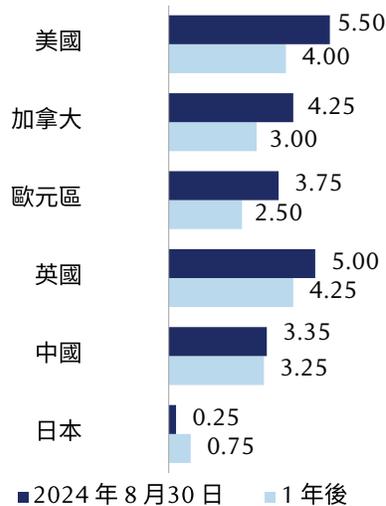
經過近年和近月多次對開始減息的誤傳後，全球政策利率寬鬆週期可能已經到來。

主權收益率曲線



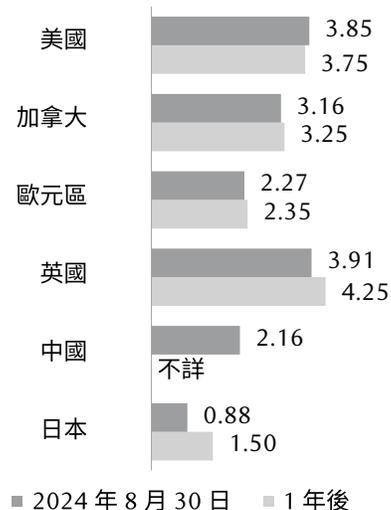
資料來源——彭博；截至 2024 年 8 月 31 日的數據

央行利率 (%)



資料來源——RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場預測、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

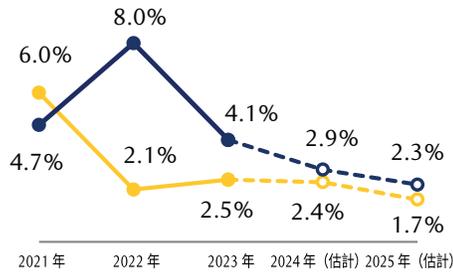
10 年期利率 (%)



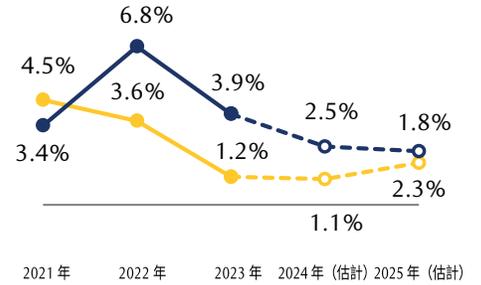
註：歐元區以德國國債為代表。
資料來源——RBC 投資策略委員會、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理

主要 預測

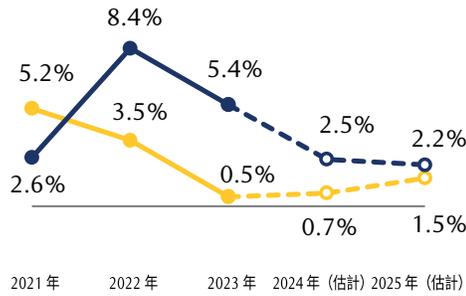
美國



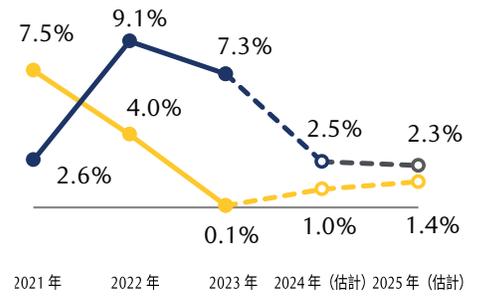
加拿大



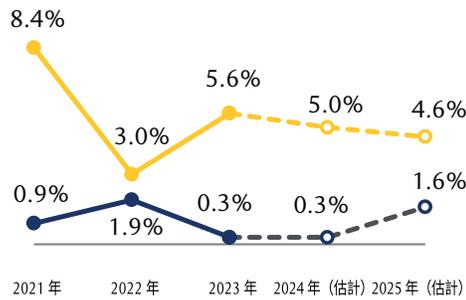
歐元區



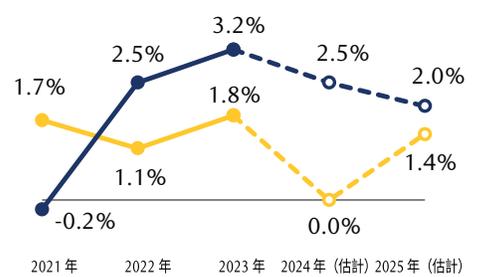
英國



中國



日本



—●— 實際 GDP 增長率

—●— 通脹率

資料來源——RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場、全球投資組合顧問委員會、RBC 全球資產管理、彭博普遍預測。

研究資源

本文件是由 RBC 財富管理投資組合顧問組內的全球投資組合顧問委員會編製。RBC 財富管理投資組合顧問組，為公司的投資顧問／財務顧問提供資產配置和投資組合構建方面的支持，這些顧問負責組建包含有價證券的投資組合。

該委員會利用 RBC 投資策略委員會（RISC）制定的整體市場前景，並利用 RBC 投資策略委員會、RBC 資本市場有限公司及第三方資源的研究，提供其他策略及主題支援。

RISC 由來自 RBC 內以客戶為中心的各個業務部門（包括投資組合顧問組）的高級投資專業人士組成。RISC 構建全球投資展望，並制定可用於管理投資組合的具體準則。RISC 由 RBC 全球資產管理有限公司投資總監 Daniel Chornous（特許財務分析師）擔任主席。

全球投資組合顧問委員會成員

Jim Allworth——聯席主席

投資策略師，RBC 多美年證券有限公司

Kelly Bogdanova——聯席主席

投資組合分析師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

Frédérique Carrier——聯席主席

董事總經理兼投資策略主管，RBC 歐洲有限公司

Mark Bayko（特許財務分析師）——投資組合管理主管，

RBC 多美年證券有限公司

Luis Castillo——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資

組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Rufaro Chiriseri（特許財務分析師）——固定收益主管，

不列顛群島，RBC 歐洲有限公司

Janet Engels——主管，RBC 財富管理投資組合顧問組

（美國），RBC 資本市場有限公司

Thomas Garretson（特許財務分析師）——固定收益高級

投資組合策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 資本市場有限公司

Patrick McAllister（特許財務分析師）——股票顧問兼投資

組合管理部經理，RBC 財富管理投資組合顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Josh Nye——固定收益投資組合顧問，RBC 財富管理投資組合

顧問組，RBC 多美年證券有限公司

Alan Robinson——高級投資組合顧問，RBC 財富管理投資組

合顧問組（美國股票），RBC 資本市場有限公司

Michael Schuette（特許財務分析師）——多元資產投資組合

策略師，RBC 財富管理投資組合顧問組（美國），RBC 資本市場有限公司

David Storm（特許財務分析師、特許另類投資分析師）——

投資總監，不列顛群島及亞洲，RBC 歐洲有限公司

Yuh Harn Tan——全權投資組合管理兼超高淨值投資方案

主管，加拿大皇家銀行（新加坡分行）

Joseph Wu（特許財務分析師）——投資組合經理，多元資產

策略，RBC 多美年證券有限公司

必要信息披露

分析師認證

本報告中表達的所有觀點準確反映了負責分析師對主題證券或發行人的個人觀點。本報告中列出的分析師的報酬與該分析師在本報告中表達的建議或觀點沒有直接或間接的關係。

重要信息披露

在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。該公司為加拿大皇家銀行的間接全資子公司，因此也是加拿大皇家銀行的關聯發行人。

非美國分析師信息披露

其中一位或多位編彙本報告的研究分析師 (i) 未必是紐約證券交易所 (NYSE) 及/或美國金融業監管局 (「FINRA」) 的註冊或符合資格研究分析師，及 (ii) 未必是 RBC 財富管理的關聯人士，因此他們與目標公司通訊、公開露面及以研究分析師所持賬戶買賣證券方面未必受 FINRA 第 2241 條規則所規限。

如果是摘要報告 (包括 6 家或更多家公司)，RBC 財富管理可能會選擇提供重要的信息披露以作為參考。如要取得現有的信息披露，客戶可參閱 <https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2>，以檢視有關 RBC 財富管理及其關聯公司的信息披露。此類資訊也可向 RBC 財富管理公司出版社索取，地址：250 Nicollet Mall, Suite 1800, Minneapolis, MN 55401-1931。

RBC 資本市場有限公司評級分佈

就評級分佈而言，監管規則規定成員公司不論公司本身的評級類別，而應將評級分為三種評級類型之一：「買入」、「持有/中立」或「賣出」。儘管 RBC 資本市場有限公司的「優於整體板塊」、「與板塊持平」和「遜於整體板塊」與「買入」、「持有/中立」和「賣出」分別極為近似，但含意卻不同，因為我們的評級是在相對的基礎上確定。

評級分佈——RBC 資本市場有限公司股市研究

截至 2024 年 6 月 30 日

評級	總數	百分比	過去 12 個月提供的投資銀行服務	
			總數	百分比
買入 [優於整體板塊]	857	57.44	271	31.62
持有 [與板塊持平]	588	39.41	146	24.83
賣出 [遜於整體板塊]	47	3.15	5	10.64

RBC 資本市場有限公司股票評級系統說明

分析師的「板塊」是指分析師提供研究報告的公司範圍。因此，對特定股票的評級，僅代表分析師對該股票在未來 12 個月內的想法 (相對於分析師的板塊的平均水平)。

優於整體板塊 (O)：預期未來 12 個月的回報大幅高於板塊平均數。**與板塊持平 (SP)**：預期在今後 12 個月會與板塊平均值持平。**遜於整體板塊 (U)**：預期在今後 12 個月會大幅低於板塊平均值。**受限制 (R)**：RBC 在某些合併或重要交易以及某些情況下擔任顧問時，RBC 政策禁止進行某些類型的溝通，包括投資建議。**無評級 (NR)**：由於法律、規管或政策的限制 (例如 RBC 資本市場有限公司在某公司擔任顧問角色)，該公司的評級、目標價格和估計會被刪除。

風險評級：投機風險評級反映證券的財務或營運可預測性較低、股票交易量流動性較差、資產負債表槓桿率較高，或營運歷史有限，導致對財務和/或股價波動的預期較高。

估值以及評級和目標價格面臨的風險

RBC 資本市場有限公司在研究報告中對一家公司進行估值時，美國金融業監管局規則和紐約證券交易所規則 (已納入美國金融業監管局規則手冊) 要求說明估值的依據以及獲得估值的障礙。在適用的情況下，這些信息分別包含在我們的研究報告中題為「估值」及「評級和目標價格面臨的風險」的部分。

負責編寫本研究報告的分析師已經 (或將要) 獲得基於各種因素的報酬，包括 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的總收入，其中一部分收入是或已經是由 RBC 資本市場有限公司及其關聯公司的投資銀行業務活動產生的。

其他信息披露

借助全國研究資料來源編寫。RBC 財富管理編寫本報告，並對報告的內容和分發承擔全部責任。報告內容可能根據 (或至少部分根據) 我們的第三方研究服務代理所提供的資料編寫。我們的第三方代理已授予 RBC 財富管理使用其研究報告作為原始資料的一般許可，但並未審查或批准本報告，也未被告知本報告的發表。我們的第三方代理可能會不時持有本文提及的證券的長倉或短倉、進行交易或做市。我們的第三方代理可能會不時為本報告中提及的公司提供投資銀行業務或其他服務，或向其招攬投資銀行業務或其他業務。

RBC 財富管理盡一切合理努力，同時向所有符合條件的客戶提供研究報告，並考慮到海外司法管轄區的當地時區。在某些投資顧問賬戶中，RBC 財富管理或指定的第三方將擔任我們客戶的外包經理，並在收到本報告後為這些賬戶啟動報告中提及的證券交易。這些交易可能在您收到本報告之前或之後發生，並可能對發生交易的證券的市場價格產生短期影響。RBC 財富管理的研究報告發佈在我們的專有網站上，以確保符合條件的客戶及時收到評級、目標和意見的輸入和變更。銷售人員可以透過電郵、傳真或普通郵件進行額外的分發。客戶亦可透過第

三方供應商收取我們的研究報告。請與我們的 RBC 財富管理財務顧問聯絡，瞭解有關 RBC 財富管理研究的進一步詳情。

利益衝突的信息披露：RBC 財富管理已經在證券交易委員會作為經紀人／經銷人和投資顧問註冊，提供經紀和投資顧問服務。RBC 財富管理的《管理投資研究的利益衝突政策》可瀏覽網站：<https://www.rbccm.com/GLDisclosure/PublicWeb/DisclosureLookup.aspx?EntityID=2> 與我們的投資顧問相關的利益衝突，請參閱公司的《ADV 表第 2A 部分附件 1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》。相關文件的副本可向財務顧問索取。我們保留隨時修改或增補此項政策、《ADV 表第 2A 部分附件1》或《RBC 顧問計劃信息披露文件》的權利。

作者受僱於以下其中一間機構：美國 RBC 財富管理——RBC 資本市場有限公司的分部，後者為證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於美國明尼蘇達州和紐約州；RBC 多美年證券有限公司——證券經紀人／經銷人，主要辦事處位於加拿大多倫多；加拿大皇家銀行香港分行，受香港金融管理局和證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）監管；加拿大皇家銀行新加坡分行——持牌批發銀行，主要辦事處位於新加坡；RBC 歐洲有限公司——持牌銀行，主要辦事處位於英國倫敦。

第三方免責聲明

全球行業分類標準（「GICS」），是由摩根士丹利資本國際有限公司（「MSCI」）及標準普爾金融服務有限公司（「標普」）開發，是其專有財產及服務商標，加拿大皇家銀行獲准使用。MSCI、標普或任何其他參與製成或編纂 GICS 或任何 GICS 分類的各方均不對此類標準或分類（或使用此類標準或分類將獲得的結果）作出任何明示或暗示的保證或陳述，所有上述各方特此明確聲明不對任何此類標準或分類的原創性、準確性、完整性、適銷性和特定用途的適用性作出任何保證。在不限制上述任何規定的前提下，在任何情況下，MSCI、標普、其關聯公司或參與製作或編纂 GICS 或 GICS 分類的第三方均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或其他損害（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已被告知可能發生此類損害。

免責聲明

本報告中包含的資訊由 RBC 資本市場有限公司分部 RBC 財富管理根據相信可靠的來源撰寫而成，但加拿大皇家銀行、RBC 財富管理及其關聯公司或任何其他人士對此類資訊的準確性、完整性或正確性不做任何明示或暗示表述或保證。本報告的所有觀點和推測，均為 RBC 財富管理截至本報告發佈之日的判斷，謹供投資者參考，不負有法律責任，如有變更，恕不另行通知。過往的表現並不代表未來的業績，未來的回報並沒有保證，原初的資本亦有可能會損失。加拿大各省、美國各州以及世界上大多數國家都有自己的法律，對可以向本國居民提供的證券和其他投資產品的類型以及相關程序做出規定。因此，本報告中討論的證券在某些司法管轄區可能不符合銷售條件。本報告不是，且在任何情況下都不應被解釋為，任何未依法獲准在任何司法管轄區開展證券經紀或交易業務的個人或公司，在該司法管轄區以證券經紀或交易商身份進行的招攬。本報告中的任何內容均不構成法律、會計或稅務建議或針對個人的投資建議。本資料供客戶（包括加拿大皇家銀行關聯公司的客戶）傳閱，並不考慮任何特定人士的具體情況或需求。本報告中包含的投資或服務可能不適合您，如果對此類投資或服務的適合性有疑問，建議您諮詢獨立的投資顧問。在法律允許的最大範圍內，對於因使用本報告或其中包含的信息而引起的或與之相關的直接、間接或後果性損失，加拿大皇家銀行或其關聯公司或其他人均不承擔任何責任。未經加拿大皇家銀行事先書面許可，任何機構和個人不得以任何形式翻版或複製本文件的內容。在美國，RBC 財富管理作為 RBC 資本市場有限公司的一個部門營運。在加拿大，RBC 財富管理包括但不限於 RBC 多美年證券有限公司、後者是 RBC 資本市場有限公司的外國關聯公司。本報告由 RBC 資本市場有限公司編製。如需更多信息，請聯絡我們。

美國居民：本刊已獲得 RBC 資本市場有限公司、紐約證券交易所 (NYSE)、美國金融業監管局 (FINRA)、證券投資者保護公司 (SIPC) 會員的批准。RBC 資本市場有限公司是在美國註冊的經紀人／經銷人，承擔本報告及其在美國分發的責任。對於任何收到本報告的美國人來說，如果您不是註冊經紀人／經銷人或經紀人或經銷人身份經營的銀行，而您希望獲得更多本報告所提到的證券資訊，或對本報告討論到的任何證券進行交易，應與 RBC 資本市場有限公司聯繫並訂閱。國際投資會涉及美國投資通常不會涉及的風險，包含匯率波動、國際稅務、政治不穩定及不同的會計準則。

加拿大居民：本刊已獲得 RBC 多美年證券有限公司的批准。RBC 多美年證券有限公司*和加拿大皇家銀行是相互獨立的公司實體，但有關聯。*加拿大投資者保護基金成員。®加拿大皇家銀行註冊商標。獲許可使用。RBC 財富管理是加拿大皇家銀行的註冊商標。獲許可使用。

RBC 財富管理（不列顛群島）：本刊由 RBC 歐洲有限公司和加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司發行。RBC 歐洲有限公司由審慎監管局授權，並受金融市場行為監管局（FCA 註冊號碼：124543）和審慎監管局監管。註冊辦事處：100 Bishopsgate, London, EC2N 4AA, UK。加拿大皇家銀行（海峽群島）有限公司在澤西島的投資業務由澤西金融服務委員會監管。註冊辦事處：Gsp House, 66-72 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QT, Channel Islands。

從加拿大皇家銀行香港分行收到此資訊的人士：本文件由加拿大皇家銀行香港分行在香港分發，該分行受香港金融管理局和證監會監管。本文件不得在香港向《證券及期貨條例》（第571章）以及根據該條例制定的任何規則定義的非「專業投資者」分發。本文的製作僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。過往的表現不代表未來的業績。警告：本文件的內容未經香港任何監管機構審核。建議投資者謹慎投資。如果您對本文件的任何內容有疑問，您應該尋求獨立的專業建議。

從加拿大皇家銀行新加坡分行收到此資訊的人士：本刊由加拿大皇家銀行新加坡分行在新加坡發行，該銀行是取得金融管理局資格的註冊實體。本刊不得在新加坡向非「合格投資者」和「機構投資者」（根據新加坡 2001 年證券及期貨法定義）的投資者分發。本刊僅作一般發行之用，沒有考慮任何讀者的目的，財務狀況或需要。建議您在購買任何產品前，向財務顧問尋求獨立的意見。如果您沒有獲得獨立的意見，您應該考慮產品是否適合您。過往的表現不代表未來的業績。如果您有任何關於本刊物的問題，請聯繫加拿大皇家銀行新加坡分行。

© 2024 RBC 資本市場有限公司——NYSE/FINRA/SIPC 成員
© 2024 RBC 多美年證券有限公司——加拿大投資者保護基金成員
© 2024 RBC 歐洲有限公司
© 2024 加拿大皇家銀行
保留所有權利。
RBC1524



Wealth
Management
財富管理