



## 回到未来

Kelly Bogdanova——三藩市（旧金山）

在历史性的复出中，特朗普第 2 次赢得总统职位，本文检视税收和关税等重要政策，因为它们会影响投资环境。但由于政治领域激烈的讨论，所以不要让情绪阻碍明智的投资决策。虽然华盛顿可以影响商业周期的好坏，但却不能控制商业周期。

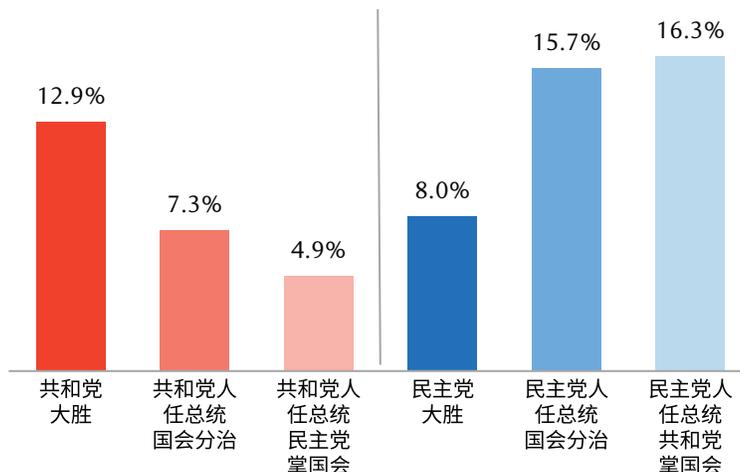
在特朗普再次当选总统、参议院转由共和党控制后，标普 500 指数再创历史新高，美国其他主要指数也大幅上涨。特朗普是美国史上第 2 位当选总统且出任两届非连任的总统，另一位是 19 世纪末的民主党总统克利夫兰（Grover Cleveland）。

西岸投票站关闭仅几小时后便有明确获胜者，这让股票市场人士感到宽慰。

截至本文撰写时，众议院部分选区的计票工作仍在进行，但就目前来看，共和党将以微弱优势继续控制国会众议院，共和党将赢得全面胜利。Decision Desk HQ 公司（为密切报告国会动向的新闻机构 *The Hill* 提供数据支持）估计，根据截至周四中午的竞选结果和其他投票结果，共和党人保留众议院控制权的可能性为 85%。

如图所示，在共和党全面获胜的情况下，美国股市历来表现良好，平均涨幅为 12.9%。

标普 500 指数自 1953 年以来按政党控制权划分的年均回报率



资料来源——RBC 财富管理、彭博，截至 2023 年 12 月 31 日的数据；数据基于价格回报（不包括股息）

有关我们区域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 2024 年 11 月 6 日的收市价（美元）。制作：东岸时间 2024 年 11 月 7 日下午 5:14；刊出：东岸时间 2024 年 11 月 7 日下午 5:25

## 市场关注有利于经济增长的政策

在我们看来，市场人士似乎对3个重要因素持乐观态度：

**个人税率有可能保持较低水平，一些条款可能会进一步降低。**如果共和党赢得众议院控制权，我们认为国会将通过新的税收方案，特朗普也会签署该方案，以延续他在第1任期内的大部分或全部成为法律的低税率条款。这将影响个人所得税税率、遗产税、赠与税、资本利得税和股息收入税等条款。特朗普竞选期间提出的“小费免税”和取消社会保障退休福利税等附加提案，可能会被纳入到任何延长现有低税率条款的新税法中。（关于特朗普的税收提案和税收立法过程的更多信息，请参阅[本报告](#)第2-5页。）

**公司税率可能会维持在21%的低水平，一些国内制造商的税率可能会降至15%。**如果共和党全面获胜，其他有利于商业发展的税务优惠政策也可能写入税法。

**特朗普积极放宽管制的政策暂时得到支持。**对此，我们认为市场的热情可能有些过头了。就像他们在密苏里州说的，“拿出证据来”。

特朗普在第1任期内就致力于放宽管制，并在某些领域取得了成功，特别是在能源领域。在特朗普担任总统的前3年，新法规的数量低于拜登、奥巴马和克林顿政府的前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，部分原因可能跟新冠疫情有关。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（见[本报告](#)第9页图表）。

**特朗普确实希望在第2任期中减少繁文缛节，大幅降低监管力度，他的主要顾问以及参众两院的许多共和党议员也抱有同样的想法。但我们认为，这或会面临一些障碍：**

- 联邦机构的规则制定过程会非常费力且繁琐，“放宽管制”通常需要制定新的法规；
- 联邦机构的职业雇员历来较倾向民主党，他们可能会拖延进程或从中作梗；
- 诉讼可能会挑战某些放宽管制的条款，并且可能来自各种资金雄厚的利益集团，包括与民主党和进步组织有关联的利益集团；
- 联邦法院的裁决可能会拖延或阻止放宽管制的努力。

- 我们认为，最高法院对雪佛龙公司（Chevron）的裁决赋予了法院更大的权力，特别是在解释不明确法律时。

## 关税隐忧

到目前为止，美国股市似乎已经无视特朗普关税提案带来的经济[风险](#)。

市场人士或许正在观察关税的实施是否像他竞选时所提议的那样激进，即对所有进口商品（包括来自盟国的商品）征收10%的统一关税，对中国进口商品征收60%的关税。

**我们倾向于认为，关税和其他贸易壁垒大多会造成双输局面。**RBC全球资产管理首席经济学家 Eric Lascelles 指出，虽然关税会伤害被征收关税的国家，但也会伤害征收关税的国家。

**即便如此，Lascelles 预测，在“原初关税”和“部分关税”两种情况下，对美国经济增长的拖累以及对通胀的影响都是可控的。**

在原初关税方案（对所有商品征收10%关税，对中国商品征收60%关税）中，他预计在实施2年后，美国的GDP将比不实施该方案的情况低1.5%，而通胀率将比不实施该方案的情况高0.8%。

## 潜在关税对经济的影响

在特朗普最初提出的10%全球关税和60%中国关税实施2年后，GDP和消费通胀率偏离了正常趋势

国家	实际 GDP		消费物价通胀率	
	原初关税	部分关税	原初关税	部分关税
美国	-1.5%	-0.2%	0.8%	0.2%
中国	-1.6%	-0.3%	0.0%	-0.1%
加拿大	-2.5%	-0.3%	0.8%	-0.1%
墨西哥	-2.3%	-0.3%	-0.4%	-0.1%
欧元区	-1.0%	-0.2%	-0.4%	0.0%
英国	-0.7%	-0.1%	-0.4%	0.0%
日本	-0.7%	-0.1%	-0.6%	-0.1%
印度	-0.3%	0.0%	-0.9%	-0.2%
南韩	-1.6%	-0.2%	-0.7%	-0.2%
全球	-1.1%	-0.2%	-0.3%	-0.1%

资料来源——RBC 全球资产管理首席经济学家 Eric Lascelles, 2024年8月5日的数据

在部分关税方案中，他预计美国 GDP 将减少 0.2%，2 年后通胀率将上升 0.2%。

**在我们的一段视频中，Lascelles 解释他为何认为最糟糕的关税情况不会发生，以及特朗普提出的其他促进增长措施如何抵消关税对 GDP 的不利影响。**然而，由于关税对通胀的影响，关税政策可能会影响美联储的政策，Lascelles 也在视频中对此进行了讨论。

至少，我们认为关税政策有可能在未来几个月为美国和其他股票市场带来波动。

### 如何将行业受益者纳入投资组合配置

在选举后的第 1 天，标普 500 指数中的 4 个板块表现优异——金融、工业、非必需消费品和能源。小盘股也强劲反弹。我们认为，这是目前基于特朗普就任总统、共和党赢得国会控制权的普遍投资策略。

**对于长期投资者而言，是否值得对投资组合进行大幅调整，更偏向于这些市场领域？**

虽然这些领域近期可能会进一步表现出色，但我们认为，重要的是要记住，在总统的整个 4 年任期内，事情并不总是按照总统的政策偏好发展。

**总统偏好（或不偏好）某些行业，并不意味着市场表现总是会随之变化。**举个例子：特朗普在 2016 年当选后不久，能源板块表现良好，在他担任总统期间，能源板块还出现过几次超预期表现。但在 2018 年下半年，该板块开始陷入困境，在他 4 年的任期内，由于各种原因，该板块的表现远远落后于标普 500 指数。此外，拜登政府也有一些其他例子。

关于工业，RBC 资本市场的美国股票策略主管 Lori Calvasina 指出，从估值的角度来看，她认为该板块近期估值过高，但在 2018 年特朗普对中国征收关税时却表现不佳。

关于小盘股，她认为目前似乎“有些虚高”，并指出与过去 2 次选举相关的市场走势都是短暂的。我们认为，利率、通胀和美联储政策在未来几个月和几年内，将成为小盘股业绩的更重要决定因素。

**最重要的是，其他基本因素往往比谁当选总统以及哪个政党控制国会更能决定股票表现。**投资组合中，行业和板块的比重应根据一系列因素进行评估，而不仅仅是政治因素。

此外，均衡的股票投资组合应该已经包括这些市场领域。

### 选举来来去去：不要偏离长期投资计划

我们相信，市场人士将比拜登执政时期更加关注华盛顿，因为特朗普的政策很可能伴随着大胆的行动和激烈的言辞。这可能会导致股市不时出现波动。

对于长期投资者而言，面对选举的最明智策略是：

- 遵循您已经制定的长期策略；并
- 避免因选举结果而大幅改变资产类别或行业。

如果您对特朗普重返白宫感到兴奋，请不要在投资策略上过于激进。

如果您对特朗普连任感到担心，不要让情绪影响您的投资决策。在共和党总统和民主党总统任期内，市场都曾上涨。

说到底，在未来 4 年中，我们认为美国股市将更多地受到商业周期自然波动、美联储政策和创新的影响。华盛顿可以影响商业周期，但无法控制它。

如需了解更多大选后的分析，请观看 RBC 全球资产管理首席经济学家 Eric Lascelles 的[视频](#)。

## 美国

Thomas Garretson (特许财务分析师) — 明尼阿波利斯

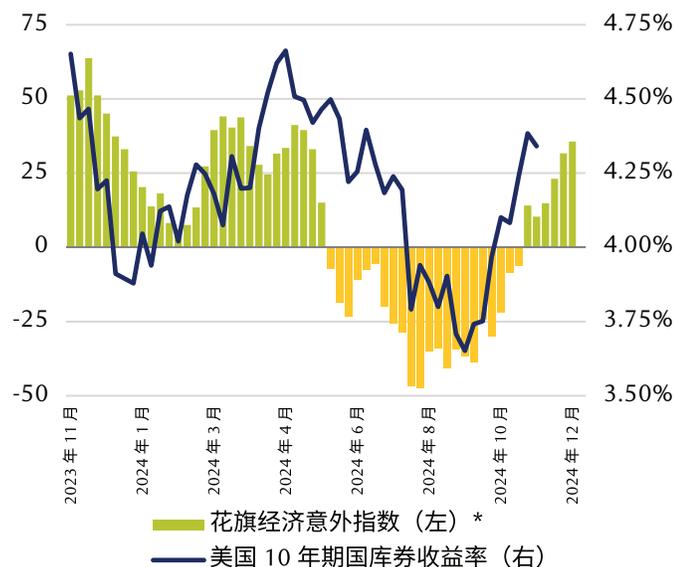
■ **美联储在9月减息50个基点后，本周又如市场预期的那样，将利率下调25个基点，使其目标利率降至4.50%至4.75%区间。**美联储表示，就业市场普遍降温，同时判断通胀风险目前大致平衡。美联储主席鲍威尔承认经济背景强劲，但他继续将这些减息描述为政策利率的“重新校准”，以实现较中性的环境。

■ **但投资者最想知道的问题是，“中性”水平在哪里？**鲍威尔没有涉及这个问题，因为没有最新的美联储利率预测，但市场目前预计利率约为3.75%，远高于9月预期的2.75%。

■ **最后一个问题是美联储需要多长时间才能达到这个目标。**鉴于最近的经济数据，越来越多人认为美联储可能会在最近的12月17-18日的会议上“跳过”减息。我们认为，12月再减息的可能性仍然较大，但这取决于届时公布的经济数据。我们仍然认为，美联储将在2025年上半年继续逐步放宽利率，然后在3.75%至4.25%区间左右暂停。

■ **尽管短期政策利率下调，但大选后美国国债收益率仍普遍继续上升，10年期国债收益率本周最高达到4.5%，高于9月仅3.6%的低位。**虽然市场已因新政府可能采取的政策而计入通胀升高及预算赤字增加的风险，但主要的推动因素依然在

## 回到基本面：国债收益率反映了强劲的经济表现



\*经济意外指数提前四周。

资料来源——RBC 财富管理, 彭博

于“经济情况好于之前的担忧”。

■ **鲍威尔还被问及国债收益率上升及其对房屋贷款和其他贷款利率的负面影响，**但他指出，“现在说（10年期国债收益率）会稳定在什么水平还为时过早”。但我们认为，大部分收益率的增长现在已经过去了。从本质上讲，我们已接近收益率的近期上限了，但根据最近的数据，收益率的下限也可能会更高。

## 加拿大

Claudia Humbert (特许财务分析师) — 多伦多

■ **11月5日，加拿大央行发布了上个月减息0.50%的审议摘要。**摘要强调，央行官员对通胀压力正在缓解的信心日益增强。他们指出，核心指标已降至2.5%以下，通胀压力已变得不那么广泛，价格增幅超过3%的项目比例，降至历史平均以下。此外，消费者和企业预期通胀将会放缓，与近期价格上升速度放缓的迹象相符。央行官员也承认，通胀有一些上行风险，特别是来自住房（因为较低的利率可能会刺激需求）和薪资增长。相对于生产力而言，薪资增长仍然较高。尽管央行官员考虑过减息0.25%的优点，但由于就业市场持续疲软，且需要刺激经济增长，他们最终决定减息0.50%。

■ **10月，加拿大制造业和服务业的活动有所回升，因为央行减息提升了商业和消费者的乐观情绪。**反映生产、库存、招聘和新订单趋势的加拿大制造业采购经理指数从9月的50.4升至51.1，为近2年来的最高水平。读数低于50表示收缩，而读数高于50则表示增长。这一增长由就业和产出增加所推动，因为企业预期经济增长改善而提高了产量。尽管潜在需求趋于稳定，但仍疲软，凸显该行业尚未实现可持续的复苏。此外，加拿大服务业采购经理指数从上月的46.4升至50.4，是5个月来首次恢复增长。服务业约占加拿大经济的三分之二。信心也有所改善，企业预期进一步减息和政治更稳定将支持未来的商业活动。

## 欧洲

Frédérique Carrier—伦敦

■ **前总统特朗普重返白宫，给欧洲贸易政策和地缘政治带来巨大的不确定性。**他提议对来自欧元区的所有进口产品征收10%至20%的普遍关税，即使不全面实施，也会对欧洲经济增长造成不利影响。欧洲是一个非常开放的经济体，出口占GDP的51%，而美国在2023年出口占GDP的比例不到12%。

■ **关税将对欧元区本已微弱的增长造成不利影响，**其中德国和意大利受到的影响最大，因为它们对美国的出口分别占各自国家GDP的4%和3%以上。我们认为，对美出口量大的行业，如汽车、资本货品和化学品，将遭受最大的冲击。

■ **美国的广泛贸易保护主义也可能产生次级效应。**如果特朗普对中国征收60%的关税，中国可能会将出口转向其他国家，从而可能进一步加剧欧洲在这些市场上的竞争。

■ **这些对经济增长的负面影响可能会因美元走强而有所缓解，**而经济环境更加低迷可能会促使欧洲央行加快放宽货币政策。

■ **特朗普就任总统对地缘政治的影响也相当深远，**因为特朗普的立场是减少对乌克兰的支援，并迫使乌克兰接受停战条件，而停战条件被广泛视为对俄罗斯有利。欧盟不会支持这种政策，但由于许多国家的财政状况已经紧张，欧盟很难弥补美国在支持上的短缺。

■ **总体而言，特朗普就任总统可能促使欧盟采取更紧迫的行动，**以解决长期以来**缺乏竞争力**和外交政策分散的结构性问题。然而，传统上领导欧盟的法国和德国政府此时却陷入困境。人们希望2025年的德国大选能够选出更有作为的领导人，希望新成立的欧盟委员会和其他国家领导人能够挺身而出，填补空缺，促进团结。

## 亚太地区

Jasmine Duan—香港

■ **亚洲股市周三短暂下跌，**因为投资者预期特朗普在第2任总统任期内可能提高关税。然而，到周四，许多亚洲股市继美国股市隔夜回升后也稳定和上涨。现在，注意力正转移到周五的中国全国人民代表大会常务委员会议上，届时最高决策者可能会宣布重大的刺激措施。

## 10月中国出口增长出人意料

价值变化以美元计算（与去年同期相比）



资料来源—RBC 财富管理、彭博；2018年1月至2024年10月的月度数据

■ **出口是今年中国经济的一大亮点，**10月最新出口数据按年增长12.7%，达3,090亿美元。贸易盈余也跃升至960亿美元，创下有纪录以来的第3高月度数字。

■ **之前的关税并未对中国出口造成重大阻碍，**这主要归因于3个因素：1) 中国货币贬值超过10%；2) 美国在疫情期间推出大规模消费刺激计划，使中国生产商受惠；3) 中国商品在俄罗斯的市场份额增加，包括在重要的汽车领域占据重要份额。

■ **不过，这次人民币大幅贬值的空间有限。**美国和俄罗斯的需求似乎不太可能大幅增加。因此，有理由认为，第2轮关税将对中国经济产生较明显的影响。经济学家预计，对中国商品征收60%的关税可能会在实施后的12个月内使中国的GDP减少2-2.5个百分点。

■ **尽管如此，我们认为市场最终可能会对关税风险反应过度，**因为特朗普是否会将关税作为谈判策略以及如何实施关税仍不确定。此外，中国领导人可能会推出超出预期的刺激措施，以抵消关税的影响。

■ **对于全国人大会议，我们认为投资者应该管理好自己的预期，**不要只关注潜在财政刺激的具体规模。由于今年仅剩两个月时间，财政支出大幅增加的可能性不大。**投资者应该记住，这只是一系列政策公告的开始。**即将举行的活动包括12月的中央经济工作会议和2025年3月的全国人民代表大会。

## 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	5,929.04	3.9%	24.3%	35.8%	57.2%
道琼斯工业平均指数	43,729.93	4.7%	16.0%	28.3%	35.0%
纳斯达克指数	18,983.46	4.9%	26.5%	40.4%	81.2%
罗素 2000 指数	2,392.92	8.9%	18.0%	37.7%	33.0%
标普/多伦多综合指数	24,637.45	2.0%	17.6%	24.8%	26.7%
富时综合股价指数	4,460.03	0.6%	5.4%	10.9%	11.4%
STOXX 欧洲 600 指数	506.78	0.3%	5.8%	14.3%	21.5%
欧元 STOXX 50 指数	4,800.63	-0.6%	6.2%	15.4%	30.2%
恒生指数	20,538.38	1.1%	20.5%	14.3%	27.1%
上证综合指数	3,383.81	3.2%	13.7%	10.6%	10.2%
日经 225 指数	39,480.67	1.0%	18.0%	20.7%	45.2%
印度指数	80,378.13	1.2%	11.3%	23.7%	31.9%
新加坡海峡时报指数	3,602.99	1.2%	11.2%	13.3%	15.1%
巴西指数	130,340.92	0.5%	-2.9%	10.1%	10.3%
墨西哥指数	51,648.27	1.9%	-10.0%	0.0%	0.9%
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	4.432%	14.7	55.2	-21.2	27.3
加拿大 10 年期债券	3.310%	9.1	20.0	-50.0	-19.4
英国 10 年期债券	4.563%	11.7	102.6	18.6	102.6
德国 10 年期债券	2.405%	1.5	38.1	-33.4	11.0
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	4.72%	0.2%	2.1%	8.8%	11.6%
美国投资级公司债券	5.14%	0.3%	3.1%	11.7%	17.5%
美国高收益公司债券	7.31%	0.1%	7.6%	13.9%	24.9%
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\$）	2,660.00	-3.1%	28.9%	34.5%	58.2%
白银（现货每盎司\$）	31.17	-4.6%	31.0%	35.4%	49.5%
铜（每公吨\$）	9,598.02	2.4%	13.4%	17.7%	18.0%
石油（美国原油现货每桶\$）	71.99	3.9%	0.5%	-10.9%	-22.3%
石油（欧洲原油现货每桶\$）	75.11	2.7%	-2.5%	-11.8%	-23.8%
天然气（每100万BTUS）	2.73	1.0%	8.8%	-16.2%	-57.3%
货币	汇率	月初至今	年初至今	1年	2年
美元指数	105.1350	1.1%	3.8%	-0.1%	-5.2%
加元/美元	0.7175	0.0%	-5.0%	-1.7%	-3.3%
美元/加元	1.3938	0.0%	5.2%	1.7%	3.4%
欧元/美元	1.0731	-1.4%	-2.8%	0.1%	7.8%
英镑/美元	1.2883	-0.1%	1.2%	4.4%	13.2%
澳元/美元	0.6570	-0.2%	-3.6%	1.2%	1.5%
美元/日圆	154.6100	1.7%	9.6%	3.0%	5.4%
欧元/日圆	165.9200	0.3%	6.6%	3.2%	13.7%
欧元/英镑	0.8330	-1.3%	-3.9%	-4.1%	-4.9%
欧元/瑞士法郎	0.9406	0.0%	1.3%	-2.4%	-5.0%
美元/新加坡元	1.3337	1.1%	1.0%	-1.3%	-5.2%
美元/人民币	7.1753	0.8%	1.1%	-1.3%	-0.1%
美元/墨西哥比索	20.0918	0.3%	18.4%	14.5%	2.9%
美元/巴西雷亚尔	5.6774	-1.9%	16.9%	16.2%	12.2%

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为截至周二收市的数据。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 0.71，表示 1 加元可兑换 0.71 美元。加元/美元回报率 -5.0%，表示加元兑美元年初至今下跌 5.0%。美元/日圆 154.61，表示 1 美元可兑换 154.61 日圆。美元/日圆回报率 9.6%，表示美元兑日圆年初至今上升 9.6%。

资料来源——彭博；2024 年 11 月 6 日的数据

## 作者

### Kelly Bogdanova——美国三藩市（旧金山）

kelly.bogdanova@rbc.com; RBC 资本市场有限公司

### Frédérique Carrier——英国伦敦

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

### Jasmine Duan——中国香港

jasmine.duan@rbc.com; 加拿大皇家银行（香港分行）

### Thomas Garretson（特许财务分析师）——美国明尼阿波利斯

tom.garretson@rbc.com; RBC 资本市场有限公司

### Claudia Humbert（特许财务分析师）——加拿大多伦多

claudia.humbert@rbc.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

其中一位或多位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 2024 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]	858	57.39	290	33.80
持有 [与板块持平]	599	40.07	153	25.54
卖出 [逊于整体板块]	38	2.54	3	7.89

### 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/经销人和投资顾问注册，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/经销人，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/经销人，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。

### 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）参阅，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

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复制或翻印本文件的内容。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/经销人或以经纪人或经销人身份经营的银行，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）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  
 RBC1253



Wealth  
Management  
财富管理