

## 中选临近，拜登还有哪些“杀手锏”？

2022年美国中期选举临近之际，拜登支持率出现大幅反弹。未来两月，拜登支持率能否延续反弹趋势，带领民主党成功守住国会两院？最新研判，供您参考。

### ■ 一问：拜登支持率为何快速反弹？内外政绩突出，通胀边际降温

7月以来，拜登内政外政“两开花”，带动支持率强势反弹。7月以来，拜登支持率出现明显抬升，从低位快速反弹到43%。拜登支持率回暖的主因在于，8月9日、8月16日，拜登接连出台《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》、减免学生贷款的行政命令，分别聚焦美国半导体产业链发展、通胀治理问题、学生债务压力；与此同时，拜登在擅长的外政领域大力出击，拉拢盟友、扩大地缘影响力。

作为民众最关心的经济指标，通胀边际缓解、就业维持强劲，均有助于拜登支持率回暖。对于美国执政当局而言，通胀已成为影响社会稳定的核心变量。先前拜登支持率的持续回落，也与美国通胀持续攀升、居民通胀预期大幅恶化有关。伴随7月美国CPI同比由9.1%回落至8.5%，拜登支持率也随之出现反弹。作为美国民众关心的另一指标，就业市场维持相对强劲，也有助于拜登支持率回暖。

### ■ 二问：拜登还有哪些“杀手锏”？政绩“高光”或已过，支持率反弹难延续

拜登内政仍有“杀手锏”、外政也有“突破口”，有望巩固支持率、甚至进一步反弹。参考拜登竞选、就职等一系列演讲来看，拜登前后许下大约100个竞选承诺。趁着立法“春风”，拜登还有望在“改善奥巴马医改”、“双倍佩尔助学金”、“提高企业税率”等竞选承诺上进一步发力，巩固并提升支持率。同时，拜登理论上还有时间在伊核协议等问题上取得进一步突破，为民主党增添竞选筹码。

但考虑到拜登政绩“高光”时刻或已过、美国通胀粘性仍强，拜登支持率或难以维持快速反弹的趋势。眼下，距离11月8日的美国中期选举已不足两月。展望未来，拜登内外政虽然仍有空间、但“高光”时刻或已过、或难以延续亮眼表现；年内通胀高点或已出现的背景下，通胀粘性或将使得居民通胀预期难以快速降温。对于拜登而言，虽有望巩固支持率，但不大可能维持快速反弹的趋势。

### ■ 三问：2022中选前瞻？民主党选情回暖，守住两院的难度仍较大

受拜登支持率反弹的影响，民主党中选选情随之大幅回暖，但并非胜券在握。近期，国会民主党支持率从42%左右反弹至45%左右，已反超共和党。部分观点以此为据，认为民主党守住国会两院已“胜券在握”，实则不一定。考虑到执政党在中选平均失去2个参议院席位、30个众议院席位，以及共和党在选区划分中拔得头筹，拜登支持率快速反弹或难以为继，民主党在中选并非绝对占优。

中性情景下，民主党或守住参议院、丢掉众议院，相关不利影响仍需警惕。2022年美国参议院有35个席位有待选举，除了2个席位竞争焦灼，其余33个归属基本已定。就目前而言，民主党哪怕输掉佐治亚州、威斯康星州的两个席位，也有望凭借副总统的优势平票守住参议院。相较参议院，民主党守住众议院的概率较低，意味着拜登大概率成为“瘸腿总统”。这一背景下，党争加剧、社会割裂等一系列问题，极有可能在拜登下半段任期集中暴露。

风险提示：美国社会矛盾激化超预期；美国民调预测失准。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、周度专题： 中选临近，拜登还有哪些“杀手锏”？ .....	3
1.1、拜登支持率为何快速反弹？ 内外政绩突出，通胀边际降温 .....	3
1.2、拜登还有哪些“杀手锏”？ 政绩“高光”或已过，支持率反弹难延续 .....	5
1.3、2022 中选前瞻？ 民主党选情回暖，守住两院的难度仍较大 .....	7
2、风险提示： .....	11

## 图表目录

图表 1: 拜登民调走势 .....	3
图表 2: 《通胀削减法案》主要内容 .....	4
图表 3: 《芯片与科学法案》主要内容 .....	4
图表 4: 拜登通过减免学生贷款的行政命令 .....	4
图表 5: 拜登支持率容易受到通胀形势影响 .....	5
图表 6: 美国非农就业人数维持高增 .....	5
图表 7: 拜登缓慢推进、停滞不前的竞选承诺内容 .....	5
图表 8: 伊核协议推进缓慢 .....	6
图表 9: 美国薪资增速维持高位 .....	6
图表 10: 美国薪资通胀压力维持高位 .....	6
图表 11: 美国薪资通胀压力维持高位 .....	7
图表 12: 美国 CPI 同比年内或将维持在 6% 以上 .....	7
图表 13: 中选前 60 天，美国总统支持率走势 .....	7
图表 14: 中选前 60 天，美国总统支持率走势 .....	7
图表 15: 2022 年中期选举，民主党、共和党的民调支持率走势 .....	8
图表 16: 历届中选后，执政党参议院席位数往往下降 .....	8
图表 17: 历届中选后，执政党众议院席位数往往下降 .....	8
图表 18: 参议院内，民主党、共和党“平分秋色” .....	9
图表 19: 民主党在众议院的席位数略占优势 .....	9
图表 20: 35 个参议院待选席位，民主党与共和党支持率对比（截至 9 月 19 日） .....	9
图表 21: 2018 年，美国众议院席位预测接近实际结果 .....	10
图表 22: 2022 年美国众议院席位格局预测 .....	10
图表 23: 美国民众普遍认为社会割裂在加大 .....	10
图表 24: 过去 10 年参议院两党阻挠立法次数明显增加 .....	10

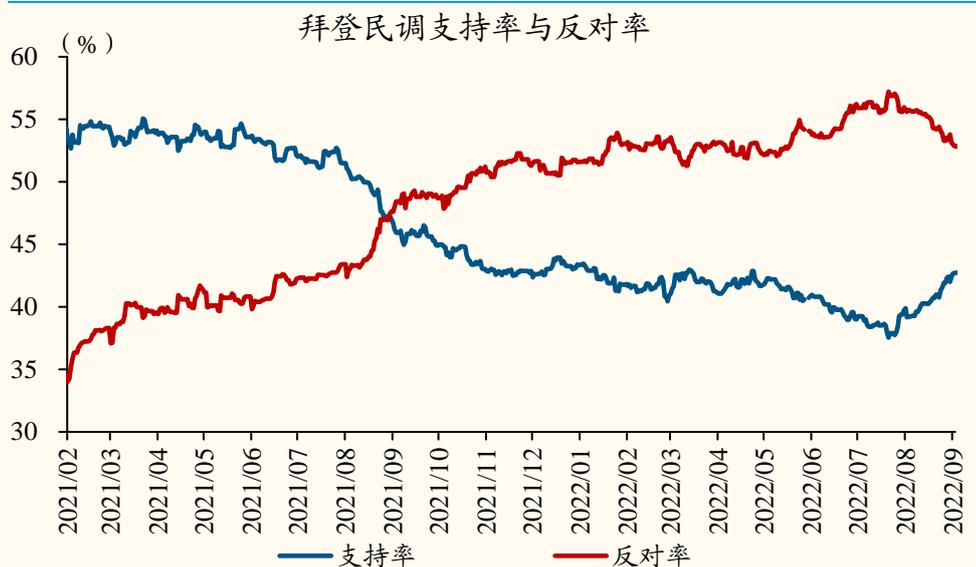
## 1、周度专题：中选临近，拜登还有哪些“杀手锏”？

2022 年美国中期选举临近之际，拜登支持率出现大幅反弹。未来两月，拜登支持率能否延续反弹趋势，带领民主党成功守住国会两院？最新研判，供您参考。

### 1.1、拜登支持率为何快速反弹？内外政绩突出，通胀边际降温

7 月以来，拜登支持率止住颓势，从 37% 的低位快速反弹到 43%。2021 年初至 2021 年 7 月，上任初期的拜登雄心勃勃地连推 3 份大规模财政法案，并且迅速普及疫苗接种，使得民调支持率维持在 50% 的较高水平。但伴随立法进程受阻及阿富汗撤军引发人道主义危机等，拜登支持率一路走低至 37.5%。但 7 月底以来，拜登支持率出现明显抬升，从低位快速反弹到 43%（详情参见《2022 年，美国政局的十字路口》）。

图表 1：拜登民调走势



来源：Five Thirty Eight、国金证券研究所

支持率回暖的主因在于，拜登内政上连续出台多个重磅法案及行政命令，外政上接连拉拢盟友。内政方面，8 月 9 日、8 月 16 日，拜登接连出台《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》，聚焦美国半导体发展、通胀治理及能源转型等问题；拜登还通过减免学生贷款的行政命令，将为绝大多数美国人减免 1 万美元的学生贷款。同时，拜登在擅长的外政领域大力出击，7 月以来接连参加 G7 会议、访问中东等，进一步拉拢盟友、扩大地缘影响力。凭借着突出的内外政绩，拜登支持率得以快速反弹。

图表 2: 《通胀削减法案》主要内容

《通胀削减法案》	
政策	成本/节余
<b>2022-2031年</b>	
<b>能源和气候</b>	
清洁能源和气候	-3860亿美元
清洁电力税收优惠	-1610亿美元
空气污染、危险材料、交通和基础设施	-400亿美元
个人清洁能源奖励	-370亿美元
清洁制造税收减免	-370亿美元
清洁燃料和车辆税收减免	-360亿美元
保护、农村发展、林业	-350亿美元
建筑节能、电气化、传输、工业、能源部赠款和贷款	-270亿美元
其他能源和气候支出	-140亿美元
<b>医疗保健</b>	
延长扩大的ACA补贴(三年)	-640亿美元
D部分重新设计, LIS补贴, 疫苗覆盖	-340亿美元
<b>支出和减税总额</b>	
<b>-4850亿美元</b>	
<b>健康储蓄</b>	
<b>3220亿美元</b>	
废除特朗普时代的药品回扣规则	1220亿美元
药品价格通货膨胀上限	1010亿美元
某些药品价格的谈判	990亿美元
<b>收入</b>	
<b>4680亿美元</b>	
15%的公司最低税	3130亿美元
国税局税收执法资金	1240亿美元
堵塞结转利息漏洞	130亿美元
甲烷费、超级基金费、其他收入	180亿美元
<b>节约和收入总计</b>	
<b>7900亿美元</b>	
<b>净赤字减少</b>	
<b>3050亿美元</b>	
<b>备忘录: 在永久延长ACA补贴的情况下减少赤字</b>	
<b>约1550亿美元</b>	

来源: White House、国金证券研究所

图表 3: 《芯片与科学法案》主要内容

《芯片与科学法案》		
年份	金额	用途
<b>500亿美元</b>		
2022年	190亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	50亿美元	半导体研究与开发
2023年	50亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	20亿美元	半导体研究与开发
2024年	50亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	13亿美元	半导体研究与开发
2025年	50亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	11亿美元	半导体研究与开发
2026年	50亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	16亿美元	半导体研究与开发
<b>27亿美元</b>		
2022-2026年	20亿美元	资助教育、国防、创新相关领域
	5亿美元	与国外政府建设国际信息、通信技术安全、半导体供应链
	2亿美元	增加半导体行业劳动力

来源: White House、国金证券研究所

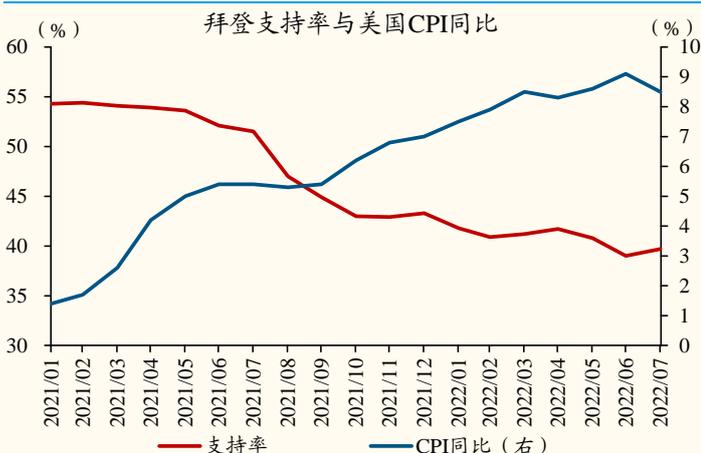
图表 4: 拜登通过减免学生贷款的行政命令

拜登政府学生贷款债务减免计划			
计划时效	不同部分	涉及人群	具体内容
当前计划	第一部分	联邦学生贷款持有人	延长联邦学生贷款的付款期限至2022年12月31日
	第二部分	中低收入家庭, 即年收入低于12.5万美元的美国个人或年收入不超过25万美元的已婚夫妇	对于接受联邦佩尔助学金的借款人, 最高免除2万美元的学生贷款债务
		受雇于非营利组织、军队或联邦、州、部落或地方政府的借款人	对于未接受联邦佩尔助学金的借款人, 最高免除1万美元的学生贷款债务
未来计划	第三部分	联邦学生贷款持有人	可能通过公共服务贷款减免 (PSLF) 计划免除其所有学生贷款
未来计划	第三部分	联邦学生贷款持有人	将本科生贷款每月还款上限定为可支配收入的5%
			提高非可支配收入金额门槛, 保证任何收入低于联邦贫困线225%的借款人无需每月偿还贷款
			对于原始金额在1.2万美元以下的贷款, 在偿还贷款10年后自动免除贷款
			免除借款人每月未付的利息

来源: White House、国金证券研究所

同时, 民众最关心的通胀压力边际缓解、就业市场维持强劲, 也有助于拜登支持率回暖。对于美国执政当局而言, 通胀已成为影响社会稳定的核心变量。先前拜登支持率的持续回落, 也与美国通胀持续攀升、居民通胀预期大幅恶化有关。伴随7月美国CPI同比由9.1%回落至8.5%, 拜登支持率也随之出现反弹。另一核心指标, 就业维持相对强劲, 也有助于拜登支持率回暖。

图表 5: 拜登支持率容易受到通胀形势影响



来源: Wind、Five Thirty Eight、国金证券研究所

图表 6: 美国非农就业人数维持高增



来源: Wind、国金证券研究所

## 1.2、拜登还有哪些“杀手锏”？政绩“高光”或已过，支持率反弹难延续

拜登未来施政重心或放在“改善奥巴马医改”等一系列竞选承诺，进一步巩固支持率。参考拜登竞选、就职等一系列演讲来看，拜登前后许下大约 100 个竞选承诺。趁着立法“春风”，拜登还有望在“改善奥巴马医改”、“双倍佩尔助学金”、“提高企业税率”等竞选承诺上进一步发力，巩固并提升支持率。但考虑到剩余的竞选承诺推进难度均较大、且进度停滞不前，“拜登新政”立法的最快阶段或许即将过去。

图表 7: 拜登缓慢推进、停滞不前的竞选承诺内容

领域	具体内容	承诺进展	
内政	教育	免除公立大学的学生贷款债务	较快
		双倍联邦佩尔补助金	较快
	卫生	恢复白宫全球卫生安全局	较快
		创建公共卫生工作团	缓慢
		更改税法，使药品生产留在美国	缓慢
		降低处方药成本	缓慢
		允许从其他国家进口处方药	缓慢
		改善奥巴马医改	缓慢
	法律	制定国内恐怖主义法	较快
		取消联邦死刑	缓慢
在监禁期间和之后扩大对人们的服务		缓慢	
颁布平等法		缓慢	
结束联邦政府对私人监狱和拘留中心的使用		缓慢	
外政	地缘	重新加入伊朗核协议	缓慢
		向北三角国家提供援助	缓慢
		加入与朝鲜就无核化进行谈判的同盟	停滞
		恢复对古巴接触政策	停滞
	移民	移民法官和工作人员人数翻倍	缓慢
		增加难民入境	缓慢
		为近1100万人开辟公民之路	缓慢
		加入与朝鲜就无核化进行谈判的同盟	停滞
	恢复对古巴接触政策	停滞	

来源: Politifact、国金证券研究所

同时，拜登理论上还有时间在伊核协议等问题上取得进一步突破，为民主党增添竞选筹码。除了拉拢盟友外，拜登政府还可在伊核协议上再做文章。以伊核协议为例，伊朗总统莱希表示现有伊朗国防战略中已无核武器的位置，但发展核工业和拥有和平利用核能力是“伊朗的权利”，美国等必须取消对伊单边制裁。对于伊核协议而言，主动权仍在美国手上。尽管仍面临较大分歧，但拜登政府如果能在伊核协议上取得突破，势必会赢得更多竞选筹码。

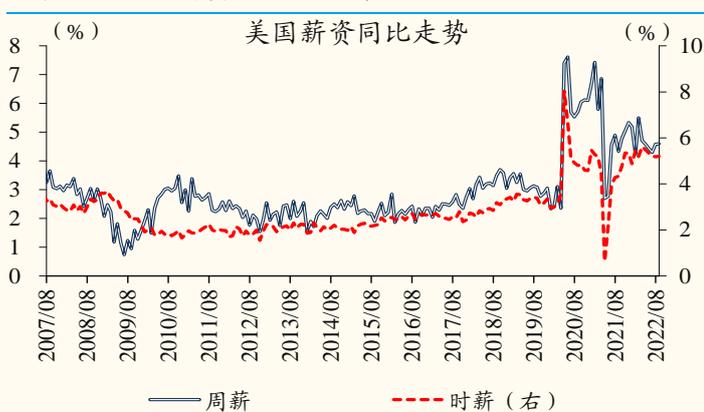
图表 8: 伊核协议推进缓慢

时间	事件
2022/8/4	新一轮旨在 <b>美国解除对伊制裁、各方重新履行伊核协议</b> 的维也纳会谈结束。
2022/8/8	欧盟向伊朗核问题全面协议恢复履约谈判各参与方 <b>提交了一份关于恢复履行2015年伊核协议的“最终文本”</b> ，并期待各方对这一“最终文本”做出政治决定。
2022/8/12	伊朗方面正在评估欧洲联盟所提恢复履行伊朗核问题全面协议的“最终文本”。
2022/8/16	欧盟已收到伊朗就恢复履行伊朗核问题全面协议的最新草案所做答复， <b>欧盟就伊核谈判的伊方回复与美方等磋商</b> 。
2022/8/17	美国国务院表示，伊朗一直在提出与恢复2015年伊核协议无关的要求，包括要求解除其经济制裁等， <b>相关要求在谈判中没有可以达成的空间</b> 。
2022/8/22	美国国务院表示，与两周前相比，现在伊朗核协议更接近达成。美国正在认真审查伊朗对核协议最新文本的回应， <b>仍有一些悬而未决的问题需要解决</b> ，一旦磋商结束，我们将对伊朗的回应作出回应。
2022/8/24	美国已完成对欧盟提出的伊朗核问题全面协议草案“最终文本”和伊朗方面答复的审阅，并已将美方答复提交给欧盟。伊朗外交部表示，美国 <b>拒绝了伊朗提出的所有附加条件</b> ，并敦促伊朗取消对国际核查的任何限制。
2022/8/26	美国白宫表示， <b>如果符合美国利益</b> ，美国会同意伊朗核协议。
2022/9/1	伊朗已对美国旨在恢复2015年伊核协议的提议 <b>作出“建设性”回应</b> ，伊朗的回应是“旨在完成谈判”。美国国务院发言人表示，美国已经收到伊朗关于恢复核协议的新回应， <b>但其不具有建设性</b> 。

来源: BBC、国金证券研究所

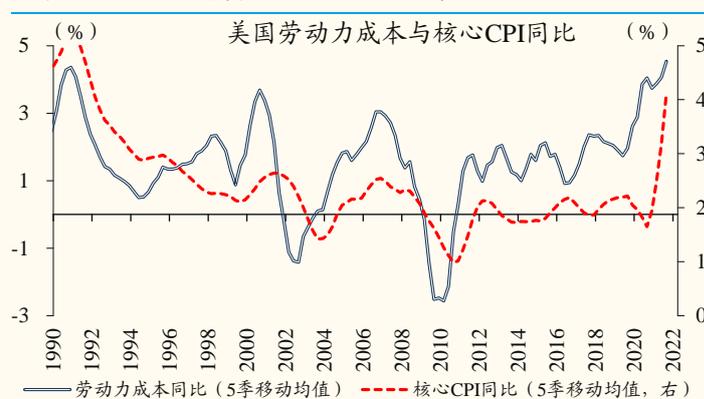
年内通胀高点或已出现的背景下，通胀粘性或将使得居民通胀预期难以快速降温，或将导致拜登支持率难以出现快速反弹。尽管耐用品及部分非耐用品价格出现回落，考虑到劳动力供给受到的中长期制约，就业供需矛盾或将持续，使得薪资通胀压力难以出现有效缓解。薪资通胀扩散的过程中，占CPI权重超3成的住房分项或仍将持续上行。这一背景下，美国CPI同比年内或仍维持在6%以上的水平，导致拜登支持率反弹的斜率放缓。

图表 9: 美国薪资增速维持高位



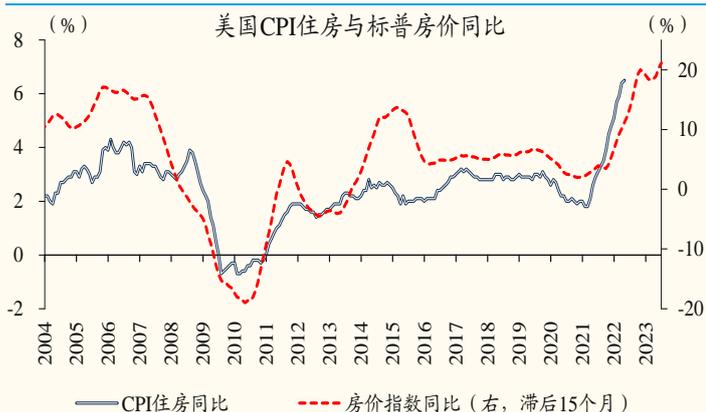
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 美国薪资通胀压力维持高位



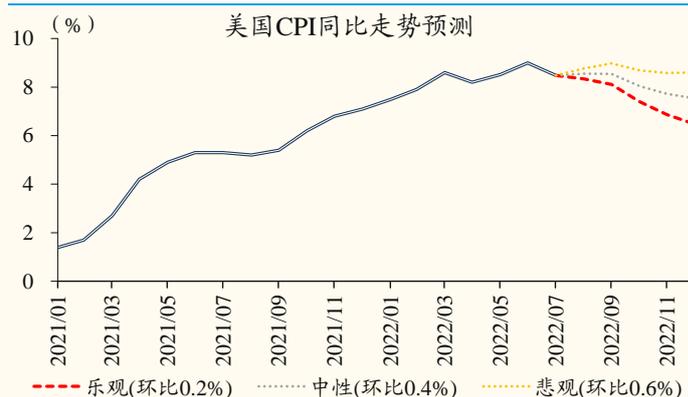
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 美国薪资通胀压力维持高位



来源: Wind、国金证券研究所

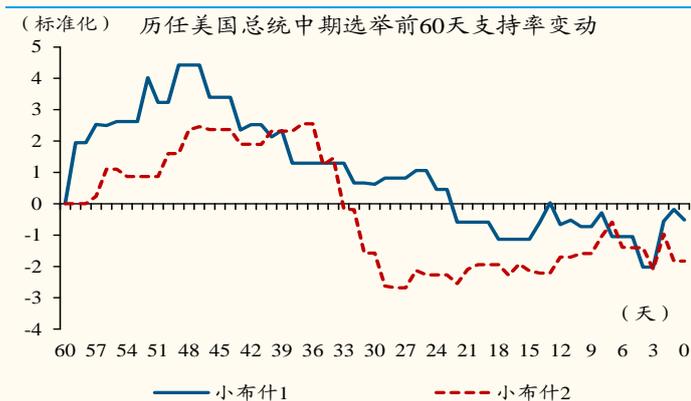
图表 12: 美国 CPI 同比年内或将维持在 6% 以上



来源: Wind、国金证券研究所

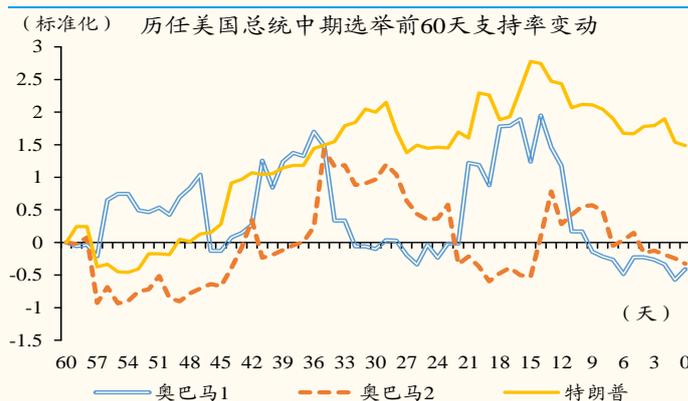
以史为鉴，拜登未来以巩固支持率为主，或难以延续快速反弹。眼下，距离 11 月 8 日的美国中期选举已不足两月。支撑拜登支持率快速反弹的内外突出政绩，未来或难以延续亮眼表现。再考虑到美国通胀粘性依然较强，拜登冲刺期或以巩固支持率为主。参考历史，前三任<sup>1</sup>美国总统特朗普、奥巴马、小布什在中选冲刺期的表现，普遍较为一般。其中，奥巴马、小布什支持率分别下滑 1.2、0.4 个百分点；特朗普支持率出现反弹，但幅度也不过 1.5 个百分点。

图表 13: 中选前 60 天，美国总统支持率走势<sup>2</sup>



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

图表 14: 中选前 60 天，美国总统支持率走势



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

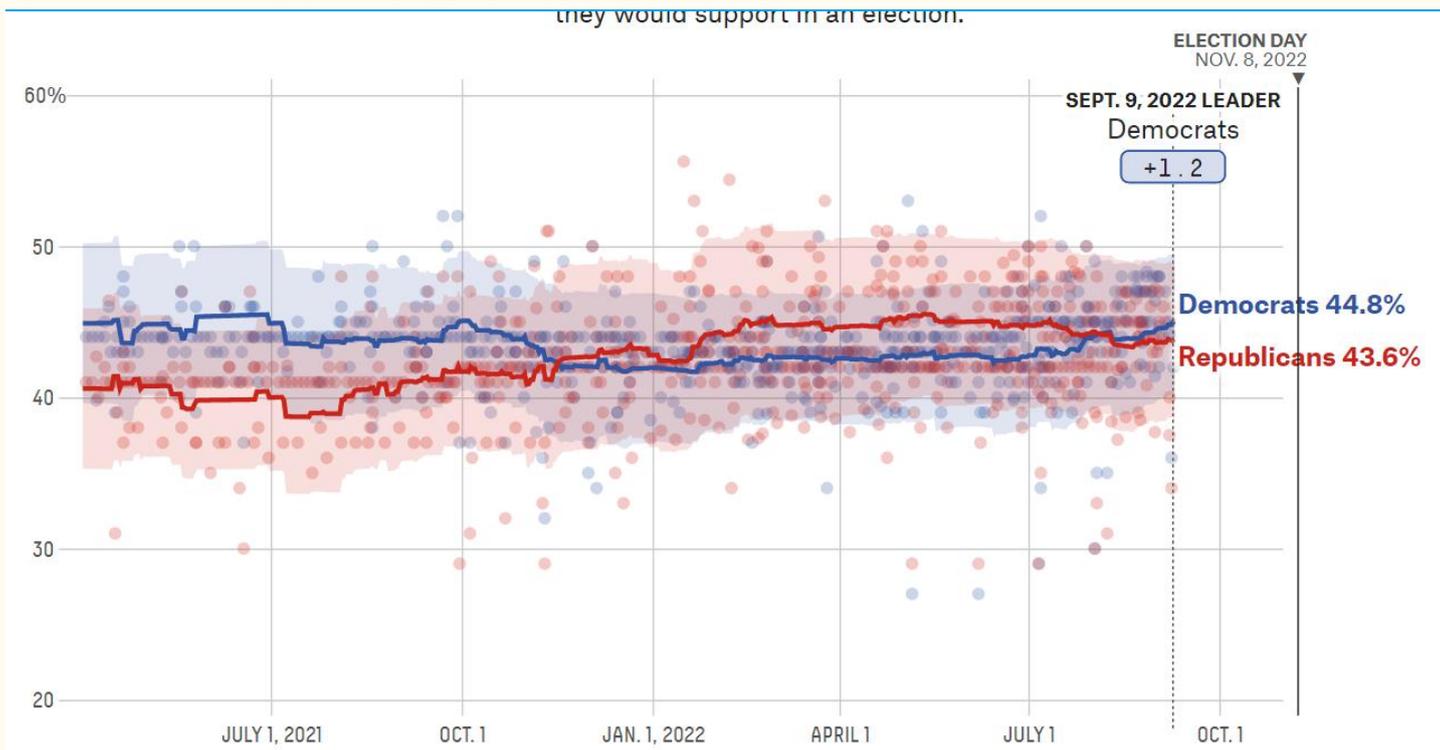
### 1.3、2022 中选前瞻？民主党选情回暖，守住两院的难度仍较大

受拜登支持率反弹的影响，民主党中选选情随之大幅回暖。拜登支持率大幅下滑阶段，国会民主党支持率一度从 45% 左右掉至 42% 左右，共和党支持率则从 42% 左右升至 45 左右。近期，受拜登支持率反弹的提振，国会民主党支持率从 42% 左右反弹至 45% 左右，反超共和党支持率的 44%。部分观点以此为据，认为民主党守住国会两院已“胜券在握”，实则不一定。

<sup>1</sup> 21 世纪以前的民调样本少、偏差较大，故不作参考。

<sup>2</sup> 数字 1、2 分别代表该总统的第一任期、第二任期。

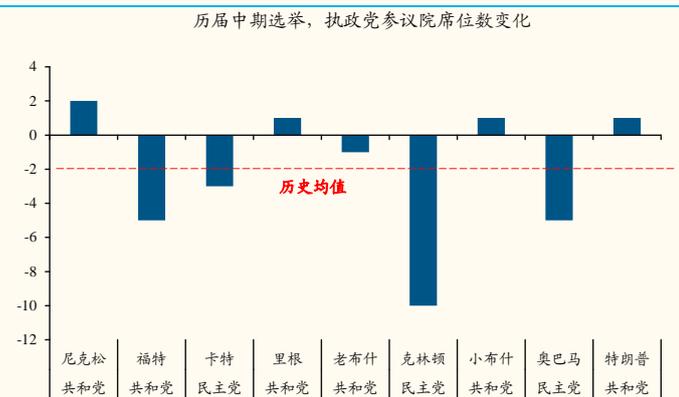
图表 15: 2022 年中期选举, 民主党、共和党的民调支持率走势



来源: Five Thirty Eight

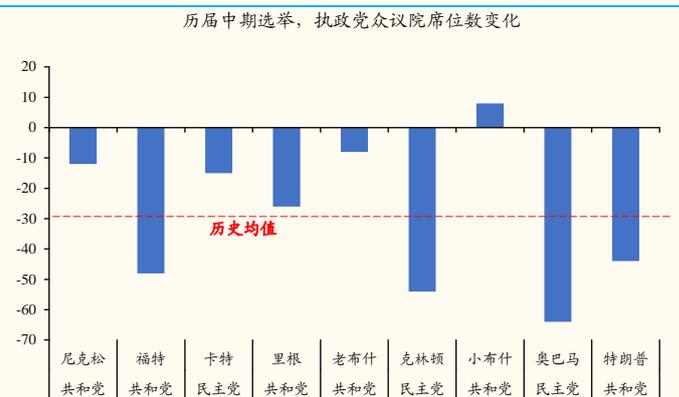
但考虑到执政党在中选往往表现较差且共和党在选区划分中占优, 民主党并非胜券在握。美国联邦制度下, 各州内部的大部分选区看似是由人口普查结果而定, 但决定权在各州掌权的党派。作为 2020 年人口普查后的首次选举, 美国 2022 年中期选举将采用重新划分的选区。共和党在 2020 年大选中扩大了州长及州议会优势、赢得了对大部分选区的划分权, 民主党在未来选举中已经失去先手。参考历届中期选举的结果来看, 执政党的表现普遍不佳, 平均失去 2 个参议院席位、30 个众议院席位。结合历史规律来看, 民主党并非胜券在握。

图表 16: 历届中选后, 执政党参议院席位变化



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

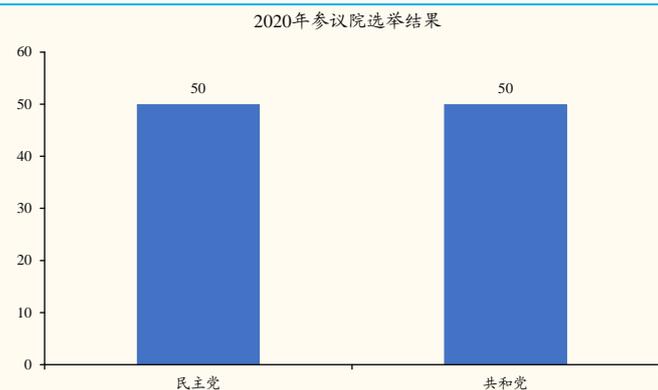
图表 17: 历届中选后, 执政党众议院席位变化



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

图表 18: 参议院内, 民主党、共和党 “平分秋色”

图表 19: 民主党在众议院的席位数略占优势



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

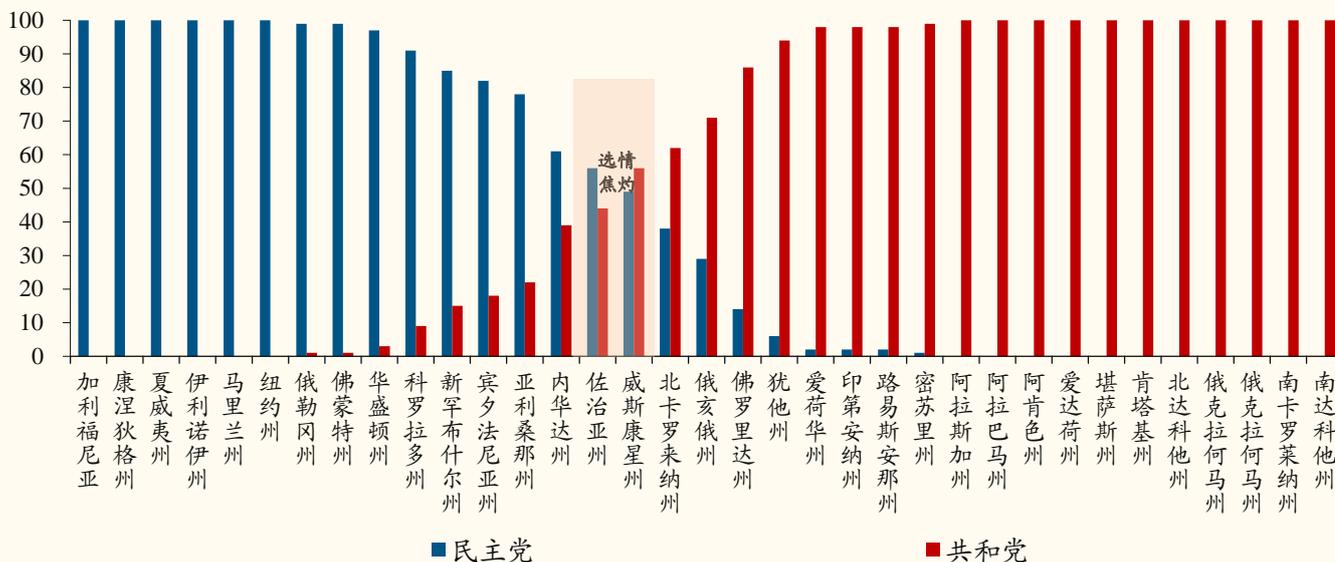


来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

中性情景下, 民主党有较大可能守住参议院, 但大概率丢掉众议院, 使得拜登成为“瘸腿总统”。根据选举规则, 2022 年美国参议院有 35 个待选席位, 其中 14 个原属于民主党、21 个原属于共和党; 众议院所有 435 个席位, 都面临选举。就目前而言, 民主党非常有希望夺回宾夕法尼亚<sup>3</sup>的 1 个席位, 即使失去了佐治亚州<sup>4</sup>、威斯康星州<sup>5</sup>的两个席位, 也有望凭借副总统 (参议长) 的优势平票守住参议院。众议院方面, 参考最新民调<sup>6</sup>来看, 民主党守住众议院的难度较大。

图表 20: 35 个参议院待选席位, 民主党与共和党支持率对比 (截至 9 月 19 日)

35 个参议院待选席位, 民主党与共和党胜选概率对比



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

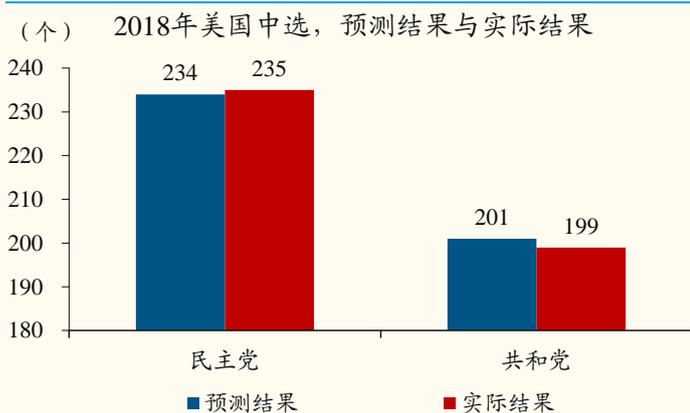
<sup>3</sup> 宾夕法尼亚州现任共和党参议员 Pat Toomey 在 2021 年 10 月时宣布今年不谋求连任, 共和党新候选人 Mehmet Oz (明星主持人) 号票实力一般, 远远落后民主党候选人 John Fetterman (宾州副州长)

<sup>4</sup> 佐治亚州属于传统红州, 现任参议员 Raphael Warnock 曾在 2020 以 51%: 49% 的微弱优势战胜共和党候选人 Kelly Loeffler, 如今任期到期。今年, 共和党派出号召力颇强的前橄榄球星 Herschel Walker (已获得特朗普背书), 目前来看 Warnock 的连任难度较大。

<sup>5</sup> 威斯康星州现任参议院 Ron Johnson (连任两届) 选择继续竞选, 但受到防疫不力、选举欺诈等问题的拖累, 竞选前景较以往黯淡很多。民主党方面, 派出现任副州长 Mandela Barnes 应战, 有一定希望夺回威斯康星州的参议院席位。

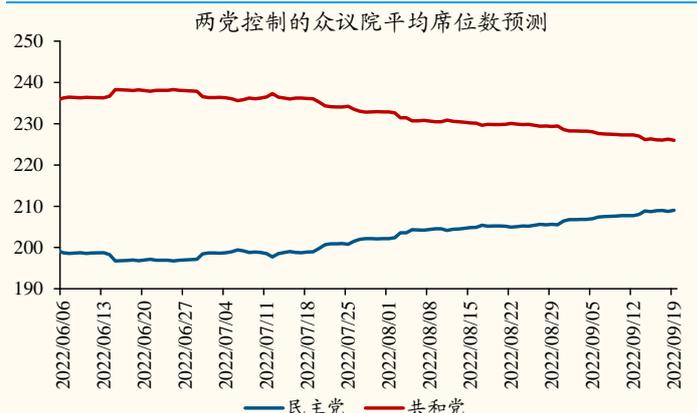
<sup>6</sup> 相较参议院, 众议院席位更多, 最终结果往往更接近民调选前预测, 以 2018 年最为典型。

图表 21: 2018 年, 美国众议院席位预测接近实际结果



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

图表 22: 2022 年美国众议院席位格局预测



来源: Five Thirty Eight、国金证券研究所

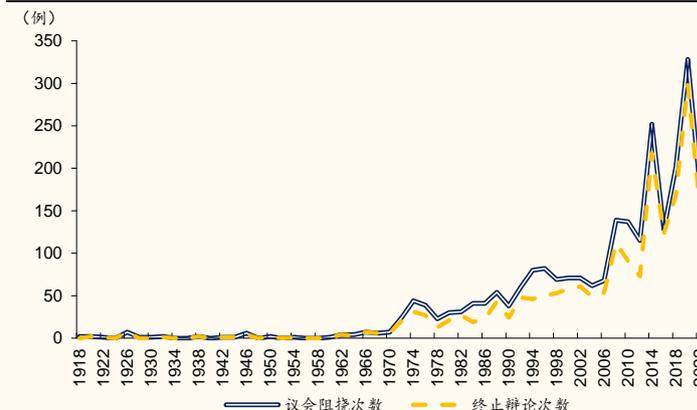
对于美国政局而言, 党争加剧、社会割裂等一系列问题, 极有可能会在拜登下半段任期内进一步暴露。近年两党关于枪支、移民等其他问题的分歧也在不断加大, 2022 年的堕胎权之争, 也是党争的一个明显缩影。考虑到未来国会分裂概率较大, 拜登未来施政难度势必会大幅抬升, 进而导致党内分歧较大, 政治极化可能持续或升级(详情参见《从堕胎权风波, 看美国党争轮回》)。

图表 23: 美国民众普遍认为社会割裂在加大



来源: Gallup、国金证券研究所

图表 24: 过去 10 年参议院两党阻挠立法次数明显增加



来源: 美国国会、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 7 月以来, 拜登内政外政“两开花”, 带动支持率强势反弹。作为民众最关心的经济指标, 通胀边际缓解、就业维持强劲, 均有助于拜登支持率回暖。
- 拜登内政仍有“杀手锏”、外政也有“突破口”, 有望巩固支持率、甚至进一步反弹。但考虑到拜登政绩“高光”时刻或已过、美国通胀粘性仍强, 拜登支持率或难以维持快速反弹的趋势。
- 受拜登支持率反弹的影响, 民主党中选选情随之大幅回暖, 但并非胜券在握。中性情景下, 民主党或守住参议院、丢掉众议院, 意味着拜登大概率将成为“瘸腿总统”。这一背景下, 党争加剧、社会割裂等一系列问题, 极可能在拜登下半段任期集中暴露。

## 2、风险提示:

- 1、美国社会矛盾激化超预期。以 2020 年种族矛盾为例，全美各地爆发激烈游行，导致时任总统特朗普支持率大跌。
- 2、美国民调预测失准。伴随信息技术等不断发展，美国民调预测准度大幅提升，但不排除选前出现极端情形导致预测失准的情况发生。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402