



# 宏观专题分析报告

宏观专题研究报告(深度)  
 证券研究报告

## 宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
 zhaow@gjzq.com.cn

联系人: 陈达飞 (执业 S1130522120002)  
 chendafei@gjzq.com.cn

联系人: 赵宇 (执业 S1130523020002)  
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 美国大选, 民调“哪家强”?

“超级星期二”之后, 2024年美国大选初选格局已定。拜登与特朗普再次“狭路相逢”, 谁会赢得本次大选? 基于对美国民调的准确性和政治倾向的分析, 报告认为, 当前民调结果或低估了特朗普的得票率3.5个百分点。

### 热点思考: 特朗普支持率可能被低估

美国大选民调机构数目众多, 多数为媒体、大学、智库。2024年评级排名靠前的民调机构有: 纽约时报、ABC新闻、马凯特大学、YOUNGGOV等机构。大选民调依赖于抽样调查, 单个民调质量受统计方法的影响, 误差难以避免, 且会受政治倾向的干扰, 多数民调误差为正负1%-4%左右。平均而言, 今年大选, 特朗普及拜登的民调误差为正负2.6%。单个民调误差难以控制, 集合民调更有优势, 后者已是判断大选风向的主要依据。集合民调将大量民调机构的结果进行汇总、平均, 得到全国民调的总体情况。主流的集合民调机构包括FiveThirtyEight(538)、Real Clear Politics(RCP)和270toWin等。2020年大选, RCP和FiveThirtyEight的误差均低于单个本地民调, RCP的误差更低。

大选早期民调表现一般, 准确性约为73%。使用集合民调数据分析发现, 1936年至2020年的22场大选里, 早期民调预测正确16场, 失误主因是“新人效应”, 即候选人首次参加竞选, 初期知名度低, 导致民调偏低。例如克林顿1992年首次参选, 早期民调落后11个点。剔除“新人效应”后, 早期民调准确率可达80%。

最终民调准确性较高, 达到91%。1936年至2020年, 最终民调预测仅出现两次失误, 正确次数达20次, 两次失误均与摇摆州民调有关。第一次民调失误为1948年大选, 杜鲁门民调落后但仍成功当选。一方面是因为此次大选民调提前结束, 另一方面, 竞选后期, 杜鲁门在摇摆州开展大量竞选活动, 最终民调未能及时反映。

第二次为2016年民调集体误判, 主因是未能捕捉到摇摆州的民意变化。2016年大选, 初始民调与最终民调均显示特朗普支持率更低, 但在预测选举人得票率上却出现偏差。原因是低学历选民更愿意投给共和党及特朗普, 但普遍不愿公开表达对特朗普的支持。在摇摆州, 这种现象尤其明显, 导致民调机构集体低估特朗普的支持率。

因此民调失误往往与候选人“新人效应”及摇摆州民意难以识别有关, 但今年, 出现此类失误的可能性较低。其一, 与以往大选不同, 今年大选并无新人, 基本可锁定为特朗普与拜登“重赛”。其二, 今年摇摆州民意差距已被拉大, 七大摇摆州里, 特朗普有六个州民调领先, 四个州领先幅度达3%以上, 已突破2.6%的民调误差范围。

民调机构普遍偏向民主党, 或指向特朗普领先优势被低估。今年评级前20的民调机构中, 16个更倾向于民主党。总体民调机构里, 189家偏向共和党, 284家偏民主党, 比重为1:1.5, 明显高于2000至2012年大选的均值1:0.77。2020及2016两次大选中, 误差最低的前20场民调里, 也各有13个更有利于民主党, 偏向共和党的仅各有7个。

相比于一般候选人, 特朗普民调被低估的程度更高。1936年以来, 共和党候选人民调平均被低估0.7个点, 特朗普的民调被低估程度更高。2016年, 特朗普早期民调被低估3.7个点, 最终民调被低估4.1个点。2020年, 特朗普同样被低估。两次大选合计, 竞选早期, 特朗普民调平均被低估2.8个点, 最终民调平均被低估3.5个百分点。

### 海外事件&数据: 美国2月新增非农就业超预期, 薪资增速较弱, 失业率升至3.9%

超级星期二结束, 特朗普、拜登各自锁定党内提名。3月5日大选“超级星期二”, 17个州举行初选, 大选格局基本明朗。特朗普拿下1066名代表支持, 拜登为1866名, 各自基本锁定总统候选人提名。截至3月9日, 特朗普支持率为47.5%, 拜登支持率为45.3%。摇摆州支持率方面, 特朗普领先幅度进一步扩大。

美国2月新增非农就业人数27.5万, 预期20万, 过去12个月均值23万, 12月、1月合计较修正前大幅减少16.7万。平均时薪同比4.3%, 预期4.4%, 前值4.5%; 环比0.1%, 预期0.3%, 前值0.5%。失业率意外上升0.2%至3.9%, 创2022年2月以来新高, 预期3.7%; 劳动参与率连续第三个月为62.5%, 预期62.6%。

截至3月9日, 市场定价美联储6月首次降息的概率为57%。3月6日当周, 美联储总资产规模小幅下降, 美联储BTFP工具使用量微升。负债端, 逆回购规模下降, 准备金规模有所上升, TGA存款下降。货币市场基金规模上升190亿美元。2月28日当周, 美国商业银行存款上升860亿美元。

### 风险提示

地缘政治冲突升级; 美联储再次转“鹰”; 金融条件加速收缩



## 内容目录

一、热点思考：特朗普支持率可能被低估.....	4
(一) 美国大选民调如何产生? .....	4
(二) 历史上，美国大选民调表现如何? .....	6
(三) 今年大选民调或指向谁? .....	8
二、海外基本面&重要事件.....	9
(一) 美国大选跟踪：超级星期二结束，特朗普、拜登各自锁定党内提名.....	9
(二) 货币与财政：市场定价美联储6月首次降息的概率为57%.....	11
(三) 非农就业：美国2月新增非农就业超预期，但薪资增速较弱，失业率升至3.9%.....	12
(四) 失业：初请和续领人数上升.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1： 美国主要民调机构评级与排名 .....	4
图表 2： 美国大选民调的主流统计抽样方法 .....	5
图表 3： 民调机构单次民意调查样本约 1000-3000 人.....	5
图表 4： 多数民调机构误差分布在平均值附近 .....	5
图表 5： 民调机构往往具有政党偏向 .....	5
图表 6： 270twin 集合民调：特朗普领先 .....	5
图表 7： RCP 集合民调：特朗普领先 .....	5
图表 8： 2012 年盖洛普单个民调失误，但集合民调正确.....	6
图表 9： 集合民调误差更低 .....	6
图表 10： 1936 年至今，早期民调预测对 16 场大选.....	6
图表 11： 早期民调与最终民调方向基本一致 .....	6
图表 12： 1936 年至今，美国历次大选民调与实际结果对比.....	7
图表 13： 80 年代后，民调误差明显下降.....	7
图表 14： 民调支持率整体有效，仅 2016 年为明显误判.....	7
图表 15： 2016 年大选，民调未能预测到特朗普胜选 .....	8
图表 16： 特朗普 2016 年大选拿下多数摇摆州.....	8
图表 17： 2016 年大选，四个摇摆州，特朗普均胜出 .....	8
图表 18： 2016 年大选，低学历人群更愿意投给特朗普.....	8
图表 19： 今年大选，民众对候选人已普遍有认知 .....	8
图表 20： 今年大选，摇摆州民意已较为明确.....	8



图表 21: 主要民调机构更偏向于民主党.....	9
图表 22: 2016 至今, 民调机构普遍有利于民主党.....	9
图表 23: 特朗普领先优势与历史上的胜选人基本持平.....	9
图表 24: 特朗普民调被低估程度更高.....	9
图表 25: 特朗普支持率 47.5%, 领先拜登的 45.3%.....	10
图表 26: 特朗普党内支持率大幅领先.....	10
图表 27: 拜登党内支持率大幅领先.....	10
图表 28: 特朗普距离提名还剩 149 名代表支持.....	10
图表 29: 拜登距离提名还剩 102 名代表支持.....	10
图表 30: 特朗普在摇摆州领先幅度扩大.....	10
图表 31: 预计共和党拿下众议院多数席位.....	11
图表 32: 预计共和党拿下参议院多数席位.....	11
图表 33: 美国流动性量价跟踪.....	11
图表 34: 美联储减持美债规模.....	12
图表 35: 美联储逆回购规模当周下降.....	12
图表 36: 截至 3 月 9 日, 美联储降息概率.....	12
图表 37: OIS 隐含 FFR 利率.....	12
图表 38: 美国 2 月新增非农就业主要来自教育及健康服务、休闲和酒店业、政府.....	13
图表 39: 美国 2 月非农私人部门薪资增长放缓.....	13
图表 40: 美国 2 月失业率意外升至 3.9%, 创近两年新高.....	14
图表 41: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏.....	14
图表 42: 职位空缺率进一步下行会推动失业率走高.....	14
图表 43: 美国至 3 月 2 日当周初请失业 21.7 万人.....	15
图表 44: 美国 2 月 26 日当周新增职位数量下降.....	15



剔除“新人效应”后，美国大选民调准确性较高。当前特朗普在关键州的领先优势已突破统计误差范围，具备显著性。考虑到今年大选民调机构普遍更偏向民主党，或指向特朗普领先优势被低估，特朗普最终民调或被低估 3.5 个点。

## 一、热点思考：特朗普支持率可能被低估

### (一) 美国大选民调如何产生？

美国大选民调机构数目众多，多数为媒体、大学、智库。2024 年大选，共计约 500 家机构提供总统民意调查，由于民调机构众多，民调质量参差不齐，2008 年后，FiveThirtyEight 民调网站根据机构透明度、民调误差、偏差、样本量等，构建了民调机构评级体系。2024 年评级排名靠前的民调机构有：纽约时报、ABC 新闻、马凯特大学、YOUGOV 等机构。民调机构各有特点，例如《纽约时报》定期提供全国注册选民民调结果，马凯特大学侧重于摇摆州民调，马里斯特学院提供州和地方民调，YouGov 则以其在线调查方法知名。

图表1：美国主要民调机构评级与排名

民调机构	中文名称	FiveThirtyEight 民调机构总评级	排名	民调总误差(越小越好, 负值代表误差低于均值)	民调透明度	民调问卷题目数量	民调机构绝对误差(负值代表低于平均水平)	民调机构偏差
The New York Times/Siena College	纽约时报/锡耶纳学院	3.0	1	-1.5	8.7	122	-1.1	-2.0
ABC News/The Washington Post	ABC 新闻/华盛顿邮报	3.0	2	-1.2	9.3	97	-1.0	-1.3
Marquette University Law School	马凯特大学法学院	2.9	3	-1.0	10.0	21	-1.0	-1.0
YouGov	尤戈夫	2.9	4	-1.1	8.8	624	-0.5	-1.7
Monmouth University Polling Institute	蒙茅斯大学民调研究所	2.9	5	-0.9	9.9	149	-0.7	-1.1
Suffolk University	萨福克大学	2.9	6	-1.0	8.6	123	-0.6	-1.4
Marist College	马里斯特学院	2.9	7	-0.8	9.1	211	-0.7	-1.0
Emerson College	爱默生学院	2.9	8	-1.0	8.2	273	-0.9	-1.1
University of Massachusetts Lowell Center for Public Opinion	马萨诸塞大学洛厄尔公共意见中心	2.9	9	-0.9	8.6	31	-0.8	-1.1
Data Orbital	数据轨道	2.9	10	-0.9	9.0	19	-0.7	-1.1
Muhlenberg College Institute of Public Opinion	穆伦堡学院公共意见研究所	2.8	11	-1.0	8.2	39	-0.8	-1.1
University of North Florida Public Opinion Research Lab	北佛罗里达大学公共意见研究实验室	2.8	12	-0.6	9.8	15	-0.5	-0.7
Selzer & Co.	塞尔策公司	2.8	13	-1.1	7.4	64	-1.1	-1.0
SurveyUSA	调查美国	2.8	14	-1.2	5.6	1110	-0.7	-1.8
Quinnipiac University	昆尼皮亚克大学	2.8	15	-0.5	9.6	296	-0.1	-0.9
Beacon Research/Shaw & Co.	信标研究/肖公司研究	2.8	16	-1	6.7	73	-0.8	-1.3
Ipsos	益普索	2.8	17	-0.9	7.8	268	-0.3	-1.4
Christopher Newport University Wason Center for Civic Leadership	克里斯托弗纽波特大学瓦森公民领导中心	2.7	18	-0.6	8.4	19	-0.6	-0.5
Siena College	锡耶纳学院	2.7	19	-0.8	7.5	83	-0.5	-1.1

来源：FiveThirtyEight、国金证券研究所

大选民调依赖于抽样调查，民调质量受统计方法的影响，误差难以避免，且会受政治倾向的干扰。民调机构主要使用统计抽样生成候选人支持率，主流调查方式包括随机电话拨号、互联网在线抽样调查、线下面对面调查、随机抽取注册选民进行调查等。多数机构单次民调的样本量约为 1000 至 3000 人左右，样本量越大，误差越低，平均误差为正负 1%-4% 左右。截至 3 月 9 日，今年大选，特朗普及拜登的民调误差均值为正负 2.6%。民调机构背后，往往具有两党的身影，不可避免地会受政治倾向性干扰。例如，2012 年大选，知名机构盖洛普的民调更偏向共和党，导致民调严重失误，此后便逐渐淡出大选民调。

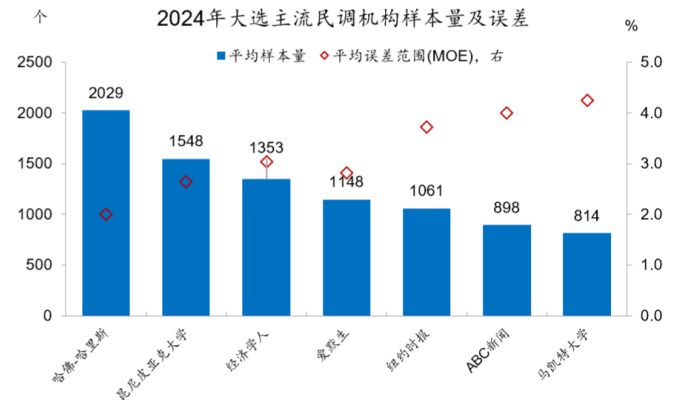


图表2: 美国大选民调的主流统计抽样方法

方法	描述	代表机构
随机数字拨号 (RDD)	使用机器随机生成电话号码来选择被调查对象, 这些对象可能是固定电话或手机用户。	Gallup, Pew Research Center
注册选民名单	从州选举官员获得的注册选民名单中选择调查对象, 确保样本中的人都是注册选民。	Public Policy Polling
在线调查	使用互联网平台进行调查, 通常通过电子邮件或社交媒体平台邀请参与。	YouGov, SurveyMonkey
自填问卷	让选民自行填写纸质或电子问卷, 然后收集和分析数据。	Nielsen
面对面访谈	调查人员与选民面对面进行访谈, 这种方法常用于深度调查。	American National Election Studies
IVR (交互式语音响应)	通过电话进行自动调查, 让选民通过键盘输入或语音回答问题。	Rasmussen Reports
面板调查	对一个固定群体(或“面板”)的成员定期进行调查, 以观察他们观点的变化。	NORC at the University of Chicago
混合模式	结合上述几种方法, 例如在线调查与电话调查相结合, 以提高样本的代表性和准确性。	Ipsos

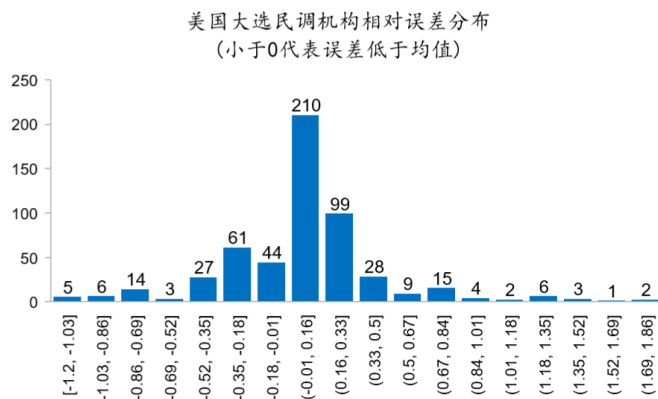
来源: RCP、国金证券研究所

图表3: 民调机构单次民意调查样本约 1000-3000 人



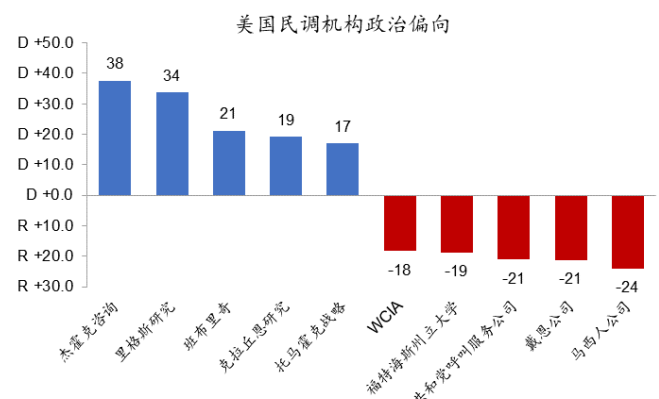
来源: RCP、国金证券研究所

图表4: 多数民调机构误差分布在平均值附近



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

图表5: 民调机构往往具有政党偏向



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

单个民调误差难以控制, 集合民调更有优势, 后者已是判断大选风向的主要依据。集合民调将大量民调机构的结果进行汇总、平均, 得到全国民调的总体情况。2000年后, 判断大选的主流方式趋向于使用集合民调, 而不再依赖单个民调。主要的集合民调机构包括FiveThirtyEight (538)、Real Clear Politics (RCP)和270toWin等。FiveThirtyEight使用统计模型对单个民调进行加权平均, 优点是提供详细的数据源; Real Clear Politics则为简单平均, 优势是简洁透明。2020年大选, RCP和FiveThirtyEight的误差均低于单个本地民调, RCP的误差更低。

图表6: 270towin 集合民调: 特朗普领先

机构	日期	样本量	拜登	特朗普	其他
过去三十日平均			44.90%	46.00%	-
爱默生学院	2024/3/7	1350RV±2.6%	45%	45%	10%
经济学家	2024/3/6	1450RV±3.2%	42%	44%	14%
晨间咨询	2024/3/4	6334RV±1%	44%	43%	13%
蒂普见解	2024/3/4	1246RV±2.8%	43%	42%	15%
YouGov	2024/3/3	1436LV±3.5%	48%	52%	0%
华尔街日报	2024/3/3	1500RV±2.5%	45%	47%	8%
福克斯新闻	2024/3/3	1262RV±2.5%	47%	49%	4%
纽约时报	2024/3/2	980RV±3.5%	43%	48%	9%
经济学家	2024/2/28	1497RV±3.2%	44%	44%	12%
晨间咨询	2024/2/27	6224RV±1%	43%	44%	13%
哈佛/哈里斯	2024/2/26	2022RV	42%	48%	10%

来源: 270TOWIN、国金证券研究所

图表7: RCP 集合民调: 特朗普领先

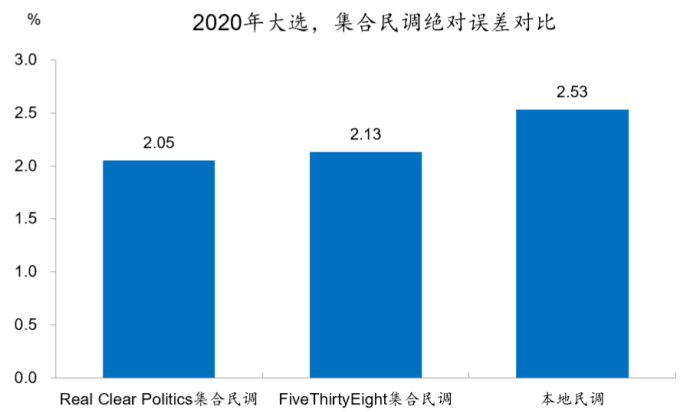
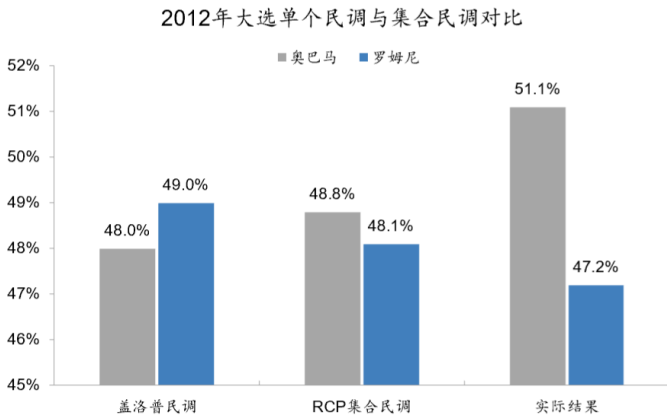
民调机构	日期	样本大小	误差幅度	特朗普 (R)	拜登 (D)	差距
RCP 平均值	2/13 - 2/27	—	—	47.1	45.1	特朗普 +2.0
经济学家 / YouGov	2/25 - 2/27	1498 RV	3.2	44	44	平局
晨间咨询	2/23 - 2/25	6224 RV	1.0	44	43	特朗普 +1
哈佛-哈里斯	2/21 - 2/22	2022 RV	—	53	47	特朗普 +6
哈里斯X	2/20 - 2/22	3024 RV	1.8	52	48	特朗普 +4
昆尼皮亚克	2/15 - 2/19	1421 RV	2.6	45	49	拜登 +4
拉斯穆森报告	2/13 - 2/15	868 LV	3.0	47	41	特朗普 +6
艾默生	2/13 - 2/14	1225 RV	2.7	45	44	特朗普 +1

来源: Real Clear Politics、国金证券研究所



图表8: 2012年盖洛普单个民调失误, 但集合民调正确

图表9: 集合民调误差更低



来源: GALLUP、国金证券研究所

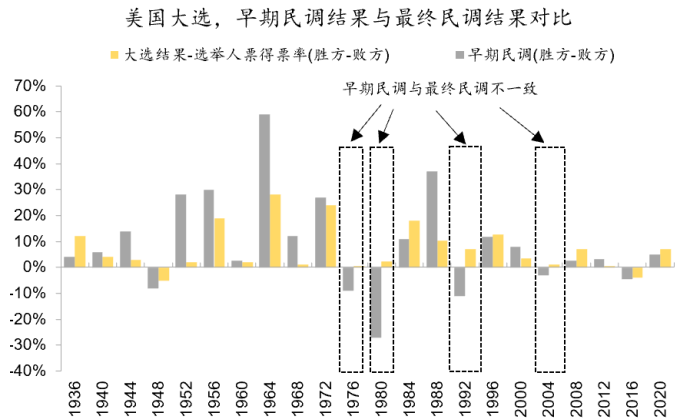
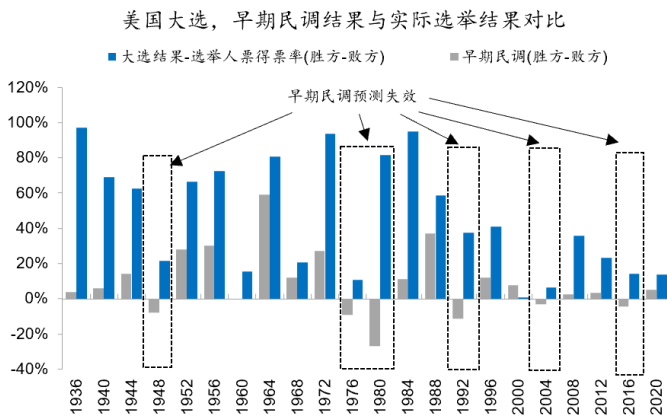
来源: MIT、国金证券研究所

(二) 历史上, 美国大选民调表现如何?

大选早期民调表现一般, 准确性约为 73%, 失误主因是候选人“新人效应”。我们将选举年 2 月前后的集合民调定义为早期民调, 将大选前最后可得的 (11 月初) 集合民调定义为最终民调。1936 年至 2020 年的 22 场大选里, 早期民调预测正确 16 场, 准确率 73%。失误主因是“新人效应”, 即候选人首次参加竞选, 初期知名度低, 导致民调偏低。例如 1976 年卡特首次参加竞选, 初期民调落后 9 个点; 克林顿 1992 年首次参选, 早期民调落后 11 个点。剔除“新人效应”后, 早期民调准确率可达 80%。早期民调与最终民调预测方向较为一致, 22 场大选, 18 场预测方向相同, 不一致的情形中, 有两次为候选人首次参选。

图表10: 1936 年至今, 早期民调预测对 16 场大选

图表11: 早期民调与最终民调方向基本一致



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

历史上, 最终民调准确性较高, 达到 91%。80 年代后, 早期民调与最终民调的误差均明显回落, 其中最终民调表现更稳定, 误差更低。1936 年至 2020 年, 最终民调预测仅出现两次失误, 正确次数达 20 次, 准确率 91%, 两次失误均与摇摆州民调有关。第一次为 1948 年大选, 杜鲁门民调落后但仍成功当选, 一方面是因为此次大选民调提前结束, 另一方面, 竞选后期, 杜鲁门在摇摆州开展大量竞选活动, 最终民调未能及时反映; 第二次民调失误为 2016 年特朗普首次参选, 民调机构出现集体偏差。

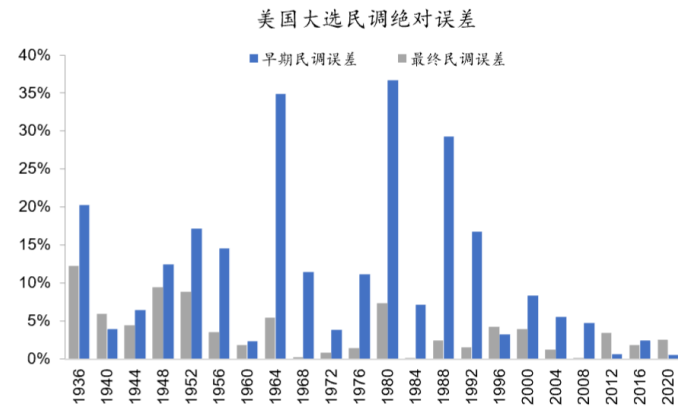


图表12: 1936年至今, 美国历次大选民调与实际结果对比

年份	胜选方民调与实际					败选方民调与实际					民调是否成功预测大选结果			
	胜选方	党派	最终民调结果	普选票得票率	选举人票得票率	败选方	党派	最终民调结果	普选票得票率	选举人票得票率	最终民调结果(胜方-败方)	普选票结果(胜方-败方)	选举人票结果(胜方-败方)	民调是否成功预测大选
2020	拜登	民主党	51%	51%	57%	特朗普	共和党	44%	47%	43%	7%	4%	14%	是
2016	特朗普	共和党	42%	46%	57%	希拉里	民主党	46%	48%	42%	-4%	-2%	14%	否
2012	奥巴马	民主党	48%	51%	62%	罗姆尼	共和党	48%	47%	38%	0%	4%	23%	是
2008	奥巴马	民主党	51%	53%	68%	麦凯恩	共和党	44%	46%	32%	7%	7%	36%	是
2004	布什	共和党	49%	51%	53%	约翰·克里	民主党	47%	48%	47%	1%	2%	7%	是
2000	布什	共和党	47%	48%	50%	阿尔·戈尔	民主党	43%	48%	49%	4%	-1%	1%	是
1996	克林顿	民主党	50%	49%	70%	鲍勃·多尔	共和党	37%	41%	30%	13%	9%	41%	是
1992	克林顿	民主党	43%	43%	69%	乔治·布什	共和党	36%	37%	31%	7%	6%	38%	是
1988	乔治·布什	共和党	52%	53%	79%	杜卡基斯	民主党	42%	46%	21%	10%	8%	59%	是
1984	里根	共和党	57%	59%	98%	蒙代尔	民主党	39%	41%	2%	18%	18%	95%	是
1980	里根	共和党	44%	51%	91%	吉米·卡特	民主党	42%	41%	9%	2%	10%	82%	是
1976	吉米·卡特	民主党	46%	50%	55%	福特	共和党	45%	48%	45%	1%	2%	11%	是
1972	尼克松	共和党	62%	61%	97%	麦戈文	民主党	38%	38%	3%	24%	23%	93%	是
1968	尼克松	共和党	43%	43%	56%	汉弗莱	民主党	42%	43%	36%	1%	1%	20%	是
1964	林登·约翰逊	民主党	64%	61%	90%	戈德华特	共和党	36%	38%	10%	28%	23%	81%	是
1960	肯尼迪	民主党	51%	50%	56%	尼克松	共和党	49%	50%	41%	2%	0%	16%	是
1956	艾森豪威尔	共和党	59%	57%	86%	史蒂文森	民主党	40%	42%	14%	19%	15%	72%	是
1952	艾森豪威尔	共和党	51%	55%	83%	史蒂文森	民主党	49%	44%	17%	2%	11%	66%	是
1948	杜鲁门	民主党	45%	50%	57%	杜威	共和党	50%	45%	36%	-5%	4%	21%	否
1944	罗斯福	民主党	51%	53%	81%	杜威	共和党	48%	46%	19%	3%	8%	63%	是
1940	罗斯福	民主党	52%	55%	85%	威尔基	共和党	48%	45%	15%	4%	10%	69%	是
1936	罗斯福	民主党	56%	61%	98%	兰登	共和党	44%	37%	2%	12%	24%	97%	是

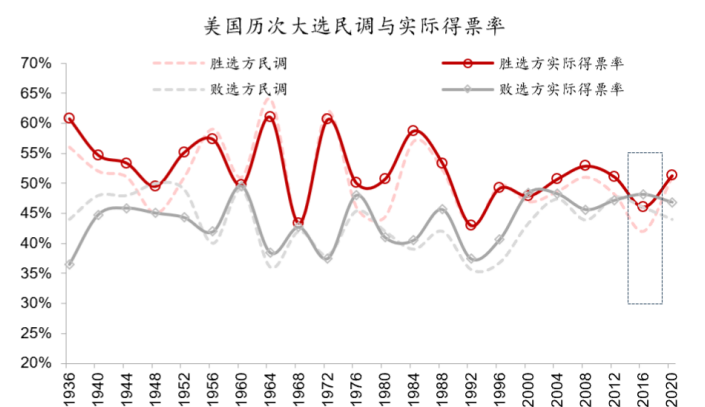
来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所。

图表13: 80年代后, 民调误差明显下降



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

图表14: 民调支持率整体有效, 仅2016年为明显误判

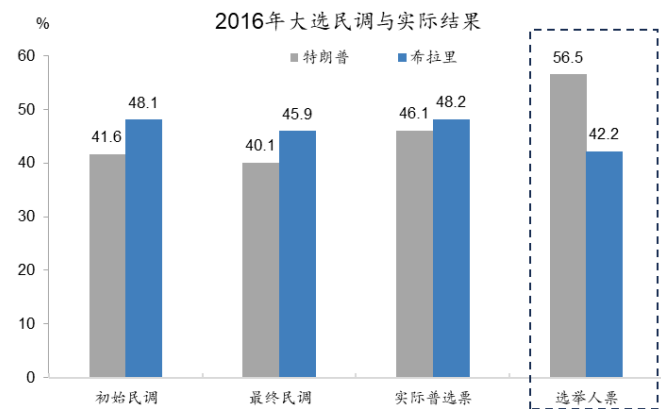


来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

2016年民调集体失误, 主因是未能捕捉到摇摆州的民意变化。2016年大选, 初始民调与最终民调均表明, 特朗普支持率更低, 虽与普选票结果一致, 但在预测选举人得票率上却出现误判。原因是低学历选民更愿意投给共和党及特朗普, 但普遍不愿公开表达对特朗普的支持。在摇摆州, 选民面临的投票社会压力更大, 这种现象尤其明显, 导致民调机构普遍低估特朗普的支持率。最终特朗普以微弱优势拿下宾夕法尼亚、密歇根、威斯康星、佛罗里达四个摇摆州, 成功当选总统。

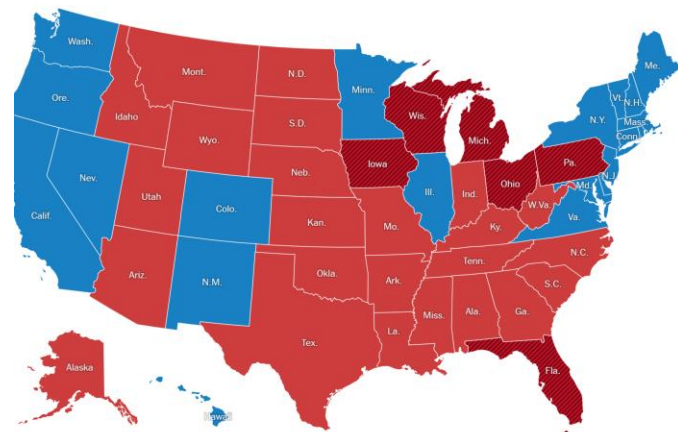


图表15: 2016年大选, 民调未能预测到特朗普胜选



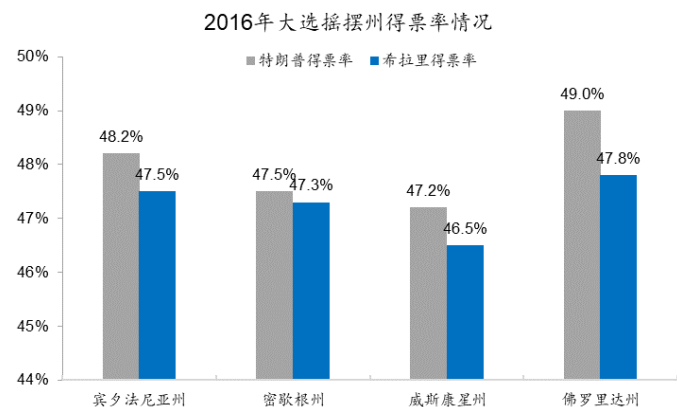
来源: New York Times、国金证券研究所

图表16: 特朗普 2016年大选拿下多数摇摆州



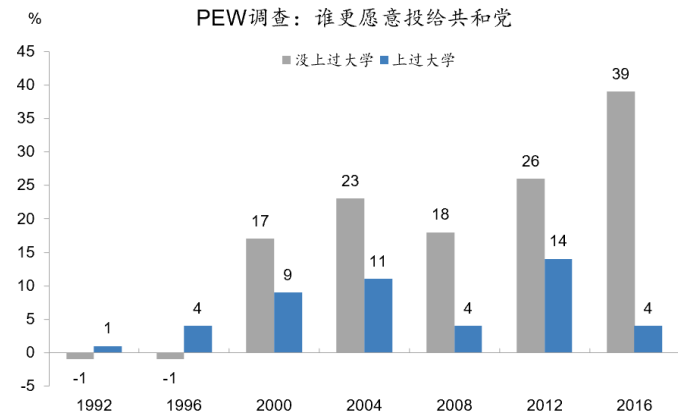
来源: New York Times、国金证券研究所

图表17: 2016年大选, 四个摇摆州, 特朗普均胜出



来源: New York Times、国金证券研究所

图表18: 2016年大选, 低学历人群更愿意投给特朗普

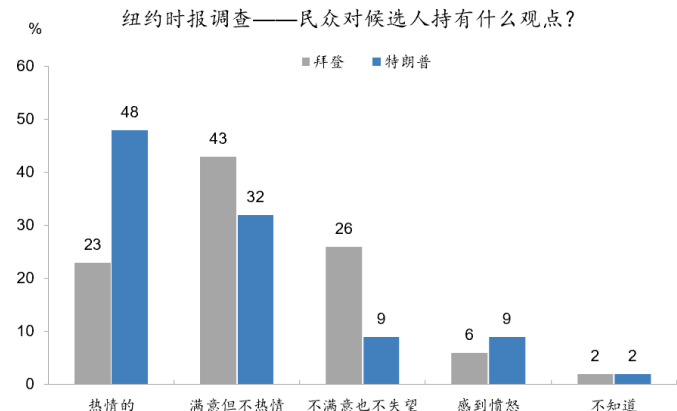


来源: PEW、国金证券研究所

(三) 今年大选民调或指向谁?

参考历史, 民调失误往往与候选人“新人效应”及摇摆州民意难以识别有关, 但今年, 出现此类民调失误的可能性较低。其一, 与传统大选不同, 今年大选并无新人, 基本可锁定为特朗普与拜登“重赛”。选民对候选人熟悉程度更高, 根据纽约时报的调查, 大部分选民对二人均有基本的认知。其二, 与2016年不同, 今年摇摆州民意差距已被拉大, 七大摇摆州里, 特朗普有六个州民调领先, 四个州领先幅度达3%以上, 已超出2.6%的民调误差范围, 特朗普只需赢下北卡、内华达、密歇根、佐治亚四个州即有望取得270张票取胜。

图表19: 今年大选, 民众对候选人已普遍有认知



来源: New York Times、国金证券研究所

图表20: 今年大选, 摇摆州民意已较为明确



来源: RCP、国金证券研究所

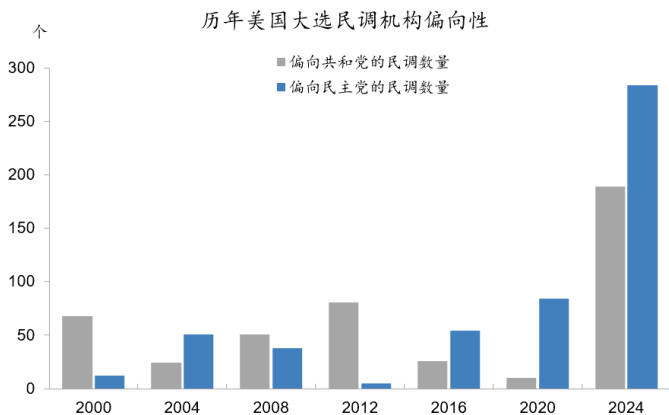
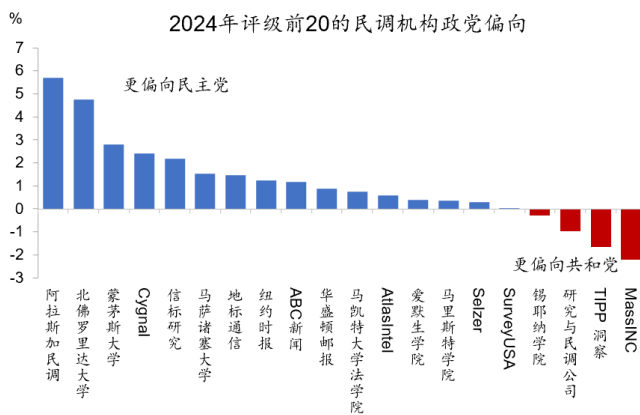




民调机构普遍偏向民主党，或指向特朗普领先优势被低估。今年大选，FiveThirtyEight 评级前 20 的民调机构中，有 16 个更倾向于民主党。今年总体的 500 余家民调机构里，189 家偏向共和党，284 家偏向民主党，比重约为 1:1.5，明显高于 2000 至 2012 年大选的平均水平 1:0.77。2020 年及 2016 年两次大选中，误差最低的前 20 场民调里，也各有 13 个更有利于民主党，偏向共和党的仅各有 7 个。

图表21: 主要民调机构更偏向于民主党

图表22: 2016 至今，民调机构普遍有利于民主党



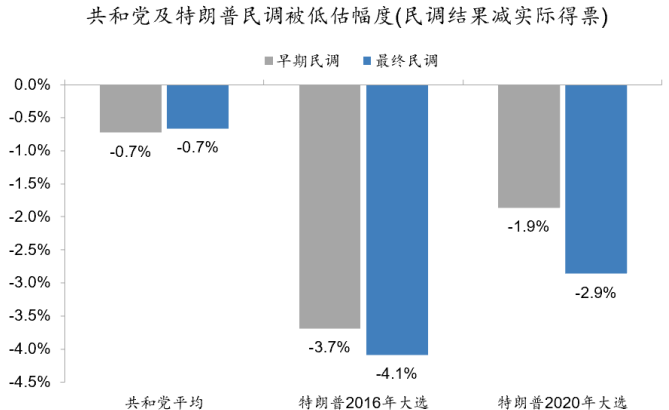
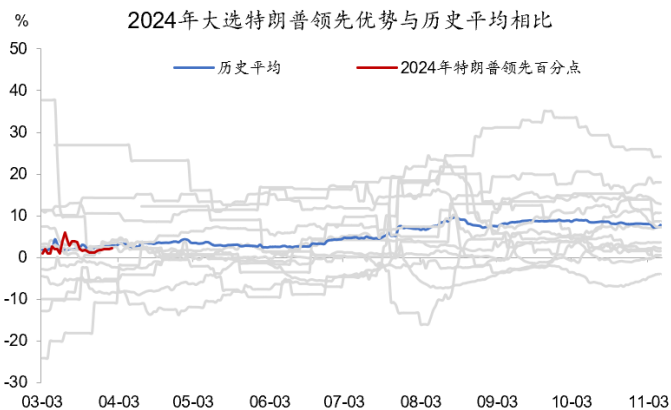
来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

相比于一般候选人，特朗普民调被低估的程度更显著。截至 3 月 9 日，特朗普领先拜登 2.2 个点，与历史上胜选人平均领先幅度基本持平。但另一方面，1936 年以来共和党候选人民调平均被低估 0.7 个点，特朗普的民调被低估程度更高。2016 年，特朗普早期民调被低估 3.7%，最终民调被低估 4.1%。2020 年，特朗普同样被低估。两次大选合计，竞选早期阶段，特朗普民调平均被低估 2.8 个点，最终民调平均低估 3.5 个百分点。

图表23: 特朗普领先优势与历史上的胜选人基本持平

图表24: 特朗普民调被低估程度更高



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

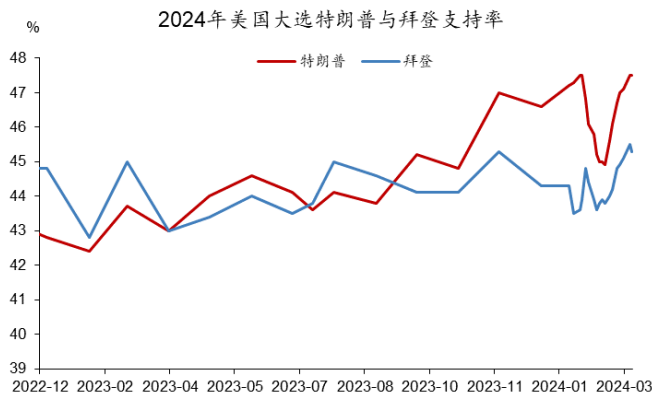
## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 美国大选跟踪: 超级星期二结束，特朗普、拜登各自锁定党内提名

超级星期二结束，特朗普、拜登各自锁定党内提名。3 月 4 日，美国最高法院判决特朗普具备竞选资格。3 月 5 日超级星期二，美国 17 个州举行初选，3 月 6 日，共和党候选人尼基·黑利宣布退选，美国大选格局基本明朗。目前特朗普拿下 1066 名代表支持，拜登为 1866 名，各自基本锁定总统候选人提名。截至 3 月 9 日，特朗普支持率为 47.5%，拜登支持率为 45.3%。摇摆州支持率方面，相比 1 月，特朗普在亚利桑那、佐治亚、密歇根、北卡、内华达五个关键州领先幅度进一步扩大。但在宾夕法尼亚州，特朗普民调支持率被拜登反超。国会席位预测方面，截至 3 月 9 日，众议院层面，预计共和党拿下 210 个席位，民主党 204 席位；参议院层面，预计共和党拿下 50 个席位，民主党为 47 个。

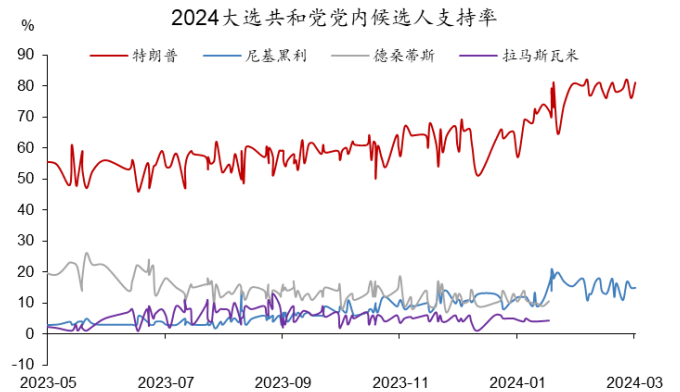


图表25: 特朗普支持率 47.5%，领先拜登的 45.3%



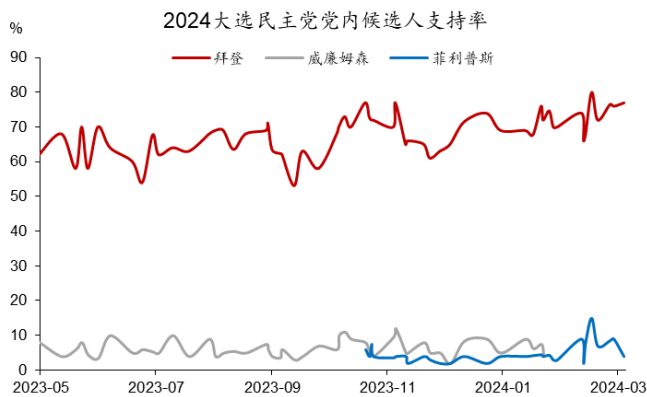
来源: RCP、国金证券研究所

图表26: 特朗普党内支持率大幅领先



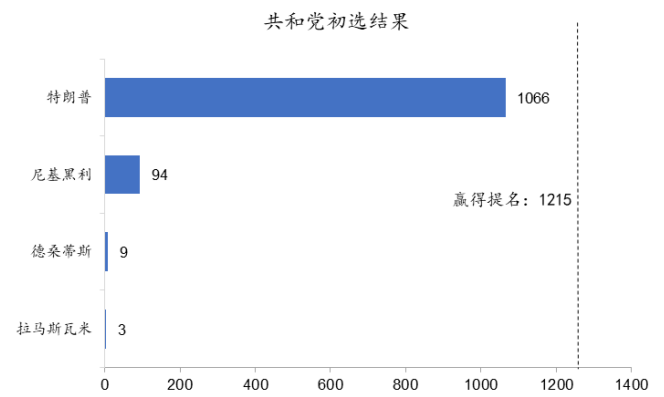
来源: RCP、国金证券研究所

图表27: 拜登党内支持率大幅领先



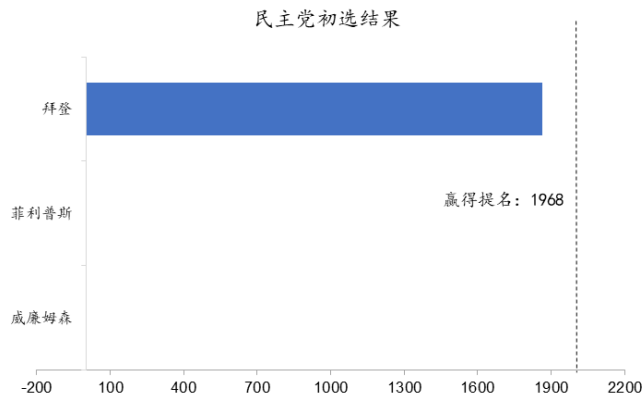
来源: RCP、国金证券研究所

图表28: 特朗普距离提名还剩 149 名代表支持



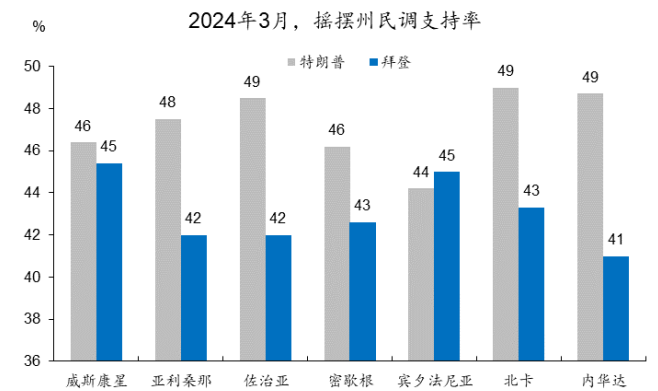
来源: CNN、国金证券研究所

图表29: 拜登距离提名还剩 102 名代表支持



来源: CNN、国金证券研究所

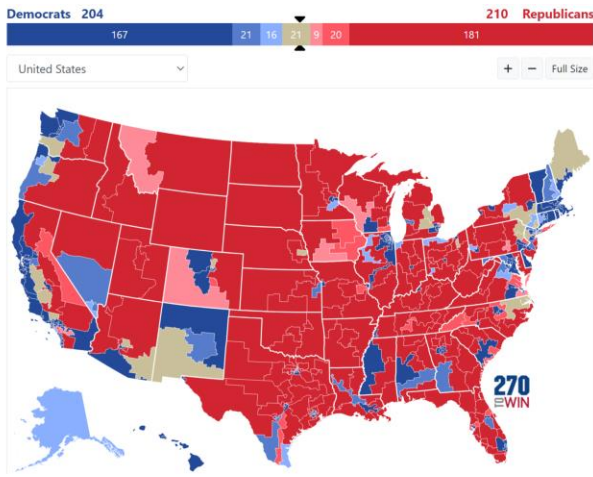
图表30: 特朗普在摇摆州领先幅度扩大



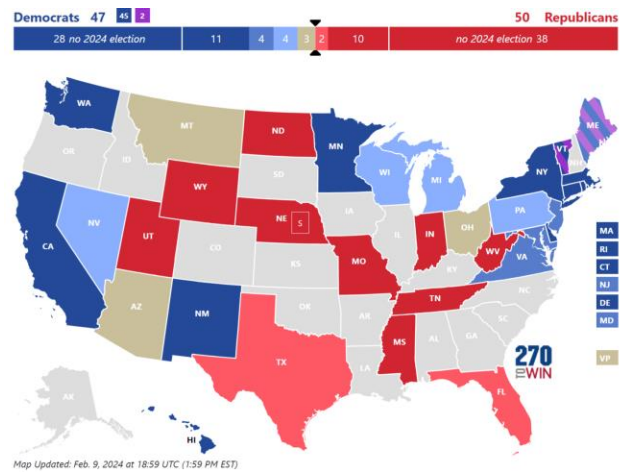
来源: RCP、国金证券研究所



图表31: 预计共和党拿下众议院多数席位



图表32: 预计共和党拿下参议院多数席位



来源: 270TOWIN、国金证券研究所

来源: 270TOWIN、国金证券研究所

(二) 货币与财政: 市场定价美联储6月首次降息的概率为57%

3月6日当周, 美联储总资产规模小幅下降, 美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端, 逆回购规模下降, 准备金规模有所上升, TGA 存款下降 70 亿美元。货币市场基金规模上升 190 亿美元。2月28日当周, 美国商业银行存款上升 860 亿美元, 大型银行存款上升 350 亿美元。CME FedWatch 显示, 截至3月9日, 市场定价美联储6月首次降息的概率为57%。

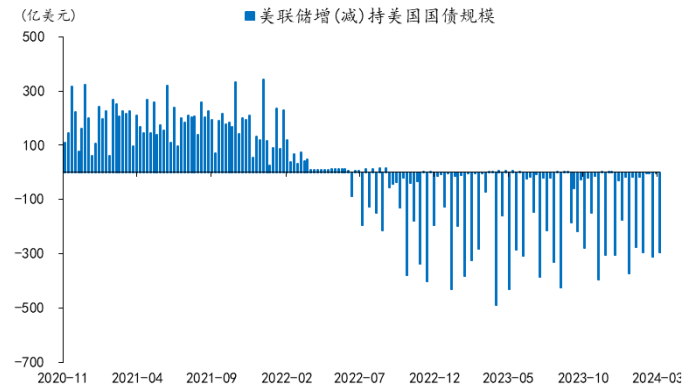
图表33: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	03-06	02-28	02-21	02-14	02-07	01-31	01-24
流动性数量型指标	<b>美联储</b>									
	总资产	十亿美元	↓ -29	7538.9	7567.8	7581.7	7633.9	7631.3	7630.1	7677.2
	其他贷款	十亿美元	↑ 0	169.2	168.8	169.9	170.4	170.5	171.7	173.9
	一级信贷	十亿美元	↓ -0.2	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3	3.2	2.8
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 1	164.0	163.5	164.2	164.8	164.9	165.2	167.8
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↓ -115	793.4	908.8	914.6	905.6	890.2	977.6	980.1
	准备金	十亿美元	↑ 80	3620.7	3541.0	3523.1	3537.5	3555.7	3411.7	3489.7
	TGA	十亿美元	↓ -7	760.6	767.7	788.8	831.9	821.6	865.5	815.2
	<b>商业银行</b>									
	现金	十亿美元	↑ 22		3576.5	3555.0	3569.5	3568.3	3475.0	3528.7
	消费贷	十亿美元	↑ 4		1906.9	1903.0	1904.3	1905.4	1915.5	1912.6
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2572.8	2570.3	2570.7	2571.9	2573.7	2573.0
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2979.2	2977.1	2978.7	2972.9	2973.2	2969.2
工商业贷款	十亿美元	↑ 7		2780.5	2773.6	2776.6	2772.5	2769.2	2747.0	
存款	十亿美元	↑ 86		17491.6	17405.7	17480.3	17426.2	17482.7	17337.2	
大银行存款	十亿美元	↑ 35		10798.3	10763.6	10826.2	10783.2	10840.2	10736.6	
小银行存款	十亿美元	↑ 26		5336.1	5310.1	5317.2	5313.6	5321.0	5293.2	
<b>货币市场基金</b>	十亿美元	↑ 19	6077.1	6058.4	6008.8	6014.1	6018.4	6001.7	5960.1	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>									
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-9.0	-9.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0	-9.0
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	<b>美元融资市场</b>									
	TED利差	BP	↓ -3.7	11.6	15.3	14.4	15.7	14.6	15.7	14.6
	<b>票据与信用债市场</b>									
	Master企业债利差	BP	↑ 3.0	101.0	98.0	94.0	98.0	100.0	102.0	99.0
	票据利差	BP	↓ -14.0	5.0	19.0	7.0	13.0	8.0	10.0	0.0
<b>离岸市场</b>										
欧元兑美元互换基差	BP	↓ -0.3	-5.3	-5.0	-5.3	-6.0	-6.5	-9.5	-4.1	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 2.4	-29.0	-31.4	-31.0	-31.4	-31.3	-36.0	-28.8	

来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

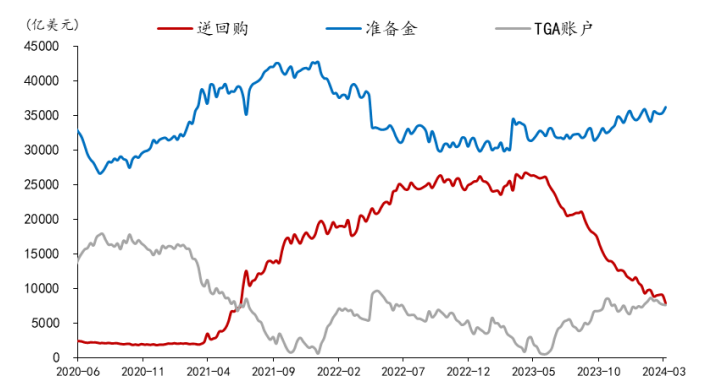


图表34: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 美联储逆回购规模当周下降



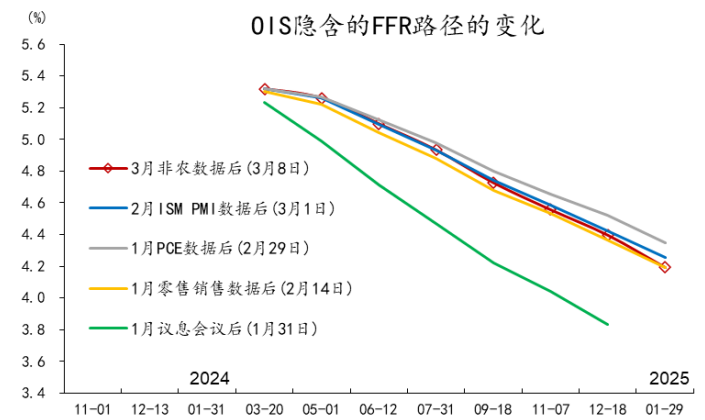
来源: WIND、国金证券研究所

图表36: 截至3月9日, 美联储降息概率

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03
525-550	96	76	27	9	1	1	0	0	0
500-525	4	23	57	36	13	6	2	1	1
475-500	0	1	15	44	38	24	10	5	3
450-475	0	0	1	11	39	38	27	17	12
425-450	0	0	0	0	9	26	35	30	25
400-425	0	0	0	0	0	5	21	30	30
375-400	0	0	0	0	0	0	4	15	21
350-375	0	0	0	0	0	0	0	3	8
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表37: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

### (三) 非农就业: 美国2月新增非农就业超预期, 但薪资增速较弱, 失业率升至3.9%

美国2月新增非农就业人数27.5万, 预期20万, 过去12个月均值23万。教育及健康服务、休闲和酒店业、政府、交运仓储等行业的就业岗位继续增加, 仅制造业和批发贸易的就业岗位有所减少。12月、1月新增非农就业人数合计较修正前大幅减少16.7万。美国2月非农私人部门平均时薪为34.6美元, 同比4.3%, 预期4.4%, 前值4.5%, 过去12个月均值4.5%; 环比0.1%, 预期0.3%, 前值0.6%下修至0.5%, 增速创2022年3月以来新低。美国2月失业率意外上升0.2个百分点至3.9%, 创2022年2月以来新高, 预期3.7%; 劳动参与率连续第三个月为62.5%, 预期62.6%; 就业率60.1%, 前值60.2%。

职位空缺率的下降或是失业率上行的前提。招聘减少、职位空缺数下降, 叠加裁员上升, 可能会使得找工作更难、失业率上升。从近日公布的JOLTS来看, 美国1月底职位空缺886.3万, 前值由902.6万下修至888.9万, 职位空缺率5.33%, 前值5.35%; 1月招聘568.7万, 前值578.7万, 聘用率3.6%、前值3.7%。此外, 2月Challenger裁员人数为8.5万, 前值8.2万。2022年3月以来, 贝弗里奇曲线表现为垂直下移态势(职位空缺率下降并未带动失业率的走高), 往后看, 随着劳动力市场持续降温, 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏, 后续随着职位空缺率的下行, 失业率存在明显上升的可能性。



图表38: 美国2月新增非农就业主要来自教育及健康服务、休闲和酒店业、政府

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-02	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02		
非农	100.0%	275.0	200.0	↑	46.0	↑	233.7	220.3	230.0	229.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0	287.0
私人部门	85.3%	223.0	160.0	↑	46.0	↑	181.0	164.5	176.8	177.0	214.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0	91.0	226.0
商品生产	13.8%	19.0			-5.0	↓	31.0	23.8	21.1	24.0	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0	-12.0	26.0
自然资源及采矿业	0.4%	0.0			3.0	↑	-1.3	-0.7	0.8	-3.0	3.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0	2.0	2.0
建筑业	5.2%	23.0			4.0	↑	17.3	19.7	18.2	19.0	18.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0	-6.0	26.0
制造业	8.2%	-4.0	10.0	↓	-2.0	↓	15.0	4.8	2.2	8.0	12.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0	-8.0	-2.0
耐用消费品	5.2%	2.0			3.0	↑	18.3	5.7	6.0	-1.0	19.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0	-1.0	0.0
非耐用消费品	3.1%	-6.0			-5.0	↓	-3.3	-0.8	-3.8	9.0	-7.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0	-7.0	-2.0
服务业	71.5%	204.0			51.0	↑	150.0	140.7	155.8	153.0	181.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0	103.0	200.0
批发贸易	3.9%	-1.2			2.1	↑	3.7	6.0	6.8	-3.3	7.4	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0	9.2	12.5
零售贸易	9.9%	18.7			3.5	↑	1.5	3.1	8.3	15.2	32.3	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4	-27.2	88.5
交通运输和仓储	4.1%	19.7			48.6	↑	-19.2	-14.1	-9.8	-28.9	-18.3	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2	-16.1	-21.4
公用事业	0.4%	3.2			1.3	↑	2.0	2.0	1.4	1.9	2.4	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9	2.5	0.7
信息	1.9%	2.0			-4.0	↓	12.0	0.5	-4.1	6.0	13.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0	5.0	-18.0
金融活动	5.9%	1.0			2.0	↑	3.0	2.2	7.3	-1.0	6.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0	4.0	1.0
专业及商业服务	14.5%	9.0			-31.0	↓	21.0	9.3	12.6	40.0	13.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0	18.0	8.0
教育及健康服务	16.5%	85.0			-22.0	↓	100.3	92.0	86.0	107.0	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0	62.0	62.0
休闲和酒店业	10.7%	58.0			50.0	↑	19.7	32.5	39.9	8.0	41.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0	35.0	67.0
其他服务	3.7%	9.0			1.0	↑	6.0	7.0	7.3	8.0	0.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0	11.0	0.0
政府	14.7%	52.0			0.0	→	52.7	55.8	53.2	52.0	76.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0	55.0	61.0

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表39: 美国2月非农私人部门薪资增长放缓

行业	平均时薪_季调_同比(%)					平均时薪_季调_环比(%)															
	24-02	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	24-02	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	
私人部门	4.3	4.4	↓	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	0.1	0.3	↓	-0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
商品生产	5.2		↓	5.1	5.3	5.4	5.3	5.1	5.4	5.3	0.1			-0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2
自然资源及采矿业	5.9		→	5.9	5.9	5.6	5.9	6.4	6.6	5.5	0.4			-0.6	0.5	1.0	0.3	0.0	-0.2	1.2	0.2
建筑业	4.7		↓	5.2	5.2	4.7	5.0	5.0	5.0	5.3	-0.1			-0.7	0.4	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2
制造业	5.3		↑	4.8	5.2	5.5	5.3	4.9	5.2	5.0	0.2			-0.1	0.4	0.3	0.5	0.6	0.2	0.4	0.1
耐用消费品	5.9		↑	4.7	5.9	5.9	5.1	4.8	4.9	4.7	0.3			-0.2	0.5	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.1
非耐用消费品	3.9		↑	4.9	3.8	4.6	5.2	5.0	5.7	5.5	0.0			0.0	0.3	0.0	0.1	0.5	0.0	0.4	0.0
服务业	4.0		↓	4.4	4.2	4.0	4.0	4.0	4.3	4.4	0.1			-0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2
批发贸易	3.2		↑	4.5	2.6	3.8	4.4	3.6	5.2	5.3	0.4			0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.4	0.5
零售贸易	1.7		↓	3.8	2.8	3.3	2.6	3.1	4.1	3.9	-0.2			-0.1	0.2	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.3	0.3
交通运输和仓储	6.6		↓	5.7	7.1	6.7	6.0	5.7	5.3	5.4	0.2			-0.7	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.3
公用事业	3.5		↓	5.0	3.9	3.9	4.5	4.1	4.2	5.0	0.0			-0.7	0.3	0.7	0.0	0.4	0.3	0.2	-0.6
信息	1.8		↓	3.6	2.8	2.8	3.3	2.2	1.4	2.3	-0.5			-0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.9	0.6	0.0	0.3
金融活动	5.8		↑	4.7	5.4	5.1	5.4	5.1	5.1	5.3	0.6			-0.1	0.4	0.7	0.3	0.5	0.1	0.5	0.8
专业及商业服务	4.3		→	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	0.2			-0.2	0.4	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.0
教育及健康服务	3.8		↑	4.0	3.6	3.3	3.5	3.9	4.2	3.8	0.2			-0.3	0.3	0.6	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2
休闲和酒店业	4.7		↑	5.2	4.3	4.1	4.5	4.8	4.7	5.0	0.6			0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.6	0.0	0.2
其他服务	5.3		↓	5.3	5.5	5.8	5.1	5.5	5.4	5.8	0.2			-0.3	0.5	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.5

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

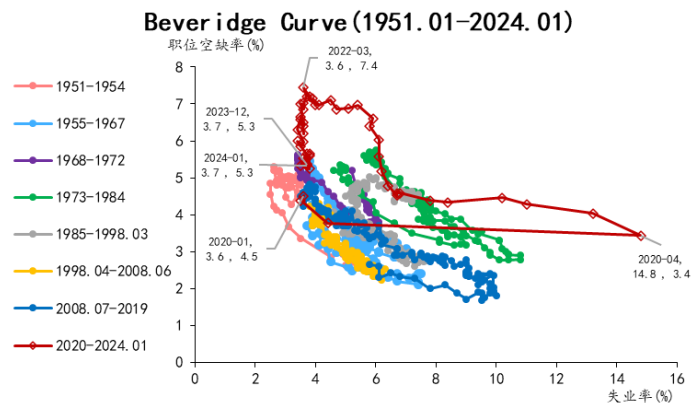


图表40: 美国2月失业率意外升至3.9%，创近两年新高

失业/就业_季调(%)															
指标	24-02	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06
失业率(U3)	3.9	3.7	↑0.2	0.2	0.1	61.0	36.1	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6
U3: 全职	3.9		0.3	0.2	0.2	62.7	37.8	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5
U3: 兼职	3.9		-0.3	0.0	-0.5	13.5	6.7	4.2	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0
U1	1.3		0.0	0.0	-0.1	33.8	16.8	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
U2	1.9		0.1	0.1	0.1	59.3	36.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7
U4	4.1		0.2	0.1	0.1	55.9	30.2	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8
U5	4.7		0.1	0.1	0.1	57.6	29.4	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4
U6	7.3		0.1	0.3	0.2	59.3	30.2	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9
劳动参与率	62.5	62.6	↓0.0	-0.3	-0.3	57.6	29.4	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6
男性	67.7		-0.2	-0.7	-0.5	20.3	10.0	67.9	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1
女性	57.6		0.1	0.2	0.0	86.4	92.4	57.5	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3
就业率	60.1		-0.1	-0.3	-0.3	50.8	55.4	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4	60.3
男性	65.1		-0.1	-0.6	-0.4	33.8	21.8	65.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5	65.6
女性(美国)	55.4		-0.1	0.0	-0.2	76.2	87.3	55.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5	55.3

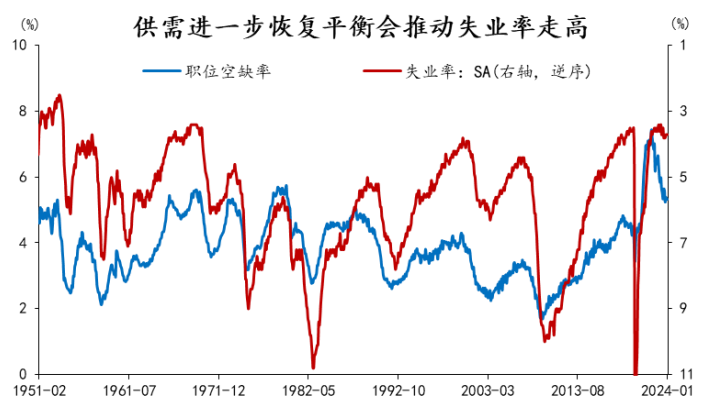
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表41: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏



来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 职位空缺率进一步下行会推动失业率走高



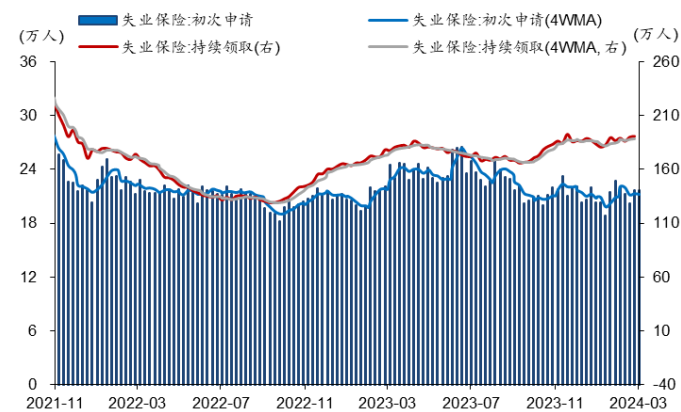
来源: CEIC、国金证券研究所

#### (四) 失业: 初请和续领人数上升

美国至3月2日当周初请失业金人数21.7万人, 预期21.5万人, 前值21.5上修至21.7万人。美国至2月24日当周续请失业人数190.6万人, 预期188.9万人, 前值190.5下修至189.8万人。美国2月26日当周活跃职位数量上升至1065.2万, 前值1053.0万。

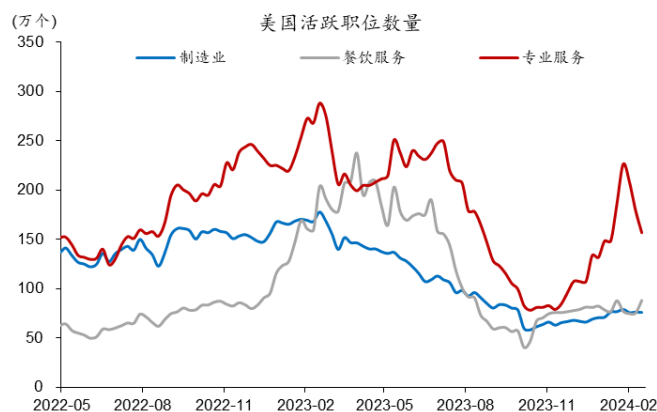


图表43: 美国至3月2日当周初请失业21.7万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表44: 美国2月26日当周新增职位数量下降



来源: CEIC、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。



**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。

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	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究