



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

资产与政策视角，前瞻美国大选

国联证券策略研究团队

证券研究报告

2024年7月4日

请务必阅读报告末页的重要声明

核心结论：大选对风险偏好影响或有限，关注“特朗普回归”的叙事发酵

竞选主张：拆解两党在货币/财政/贸易等领域的异同

- ✓ 两党竞选主张矛盾集中于货币、贸易和财政领域，市场提前交易特朗普政策的潜在影响。第一轮总统辩论中，两党竞选主张和此前保持一致，主要矛盾仍集中在货币（是否支持美联储独立性）、贸易（关税实施范围和力度）和财政（征税对象）领域。辩论后特朗普的胜选概率提升。辩论次日，市场在短暂交易走弱的PCE数据后转向交易特朗普上台后其政策可能带来的持续高通胀，美股承压收跌。

资产表现：回顾大选年的大类资产及股市表现规律

- ✓ 大类资产来看，权益资产选举后表现突出。整体而言，多数权益资产和高收益债在选举日后表现更佳，商品和外汇无显著规律。分胜选党派而言，多数权益资产在民主党胜选后短期表现优于共和党胜选；分选情焦灼程度而言，在选举日前三个月，权益资产在选情不焦灼年份的表现显著优于选情焦灼的年份，而黄金在选举焦灼年份前一个月表现较好，总统选举短期内或对风险资产形成一定扰动。
- ✓ 美股先抑后扬，港股波动率“前高后低”，两市金融行业选举前后均表现较好。整体来看，标普500在选举前两个月表现不佳，选举结束后大概率迎来反弹；恒生综指则在选举年震荡上行，选举前后短期内变化不大。分行业，美股&港股多数行业在选举日前2-3个月表现偏弱，在选举落定后迎来上涨。其中，无论两党孰胜及选情如何，美股&港股金融、港股公用事业在选举日前后三个月表现较其他行业更佳；且无论两党孰胜，美股&港股材料在选举落定后表现偏强；选情焦灼年份，选举日后一个月美股&港股能源及材料表现更佳。

政策影响：讨论不同选举结果下的政策端可能影响

- ✓ 考虑到第一轮辩论结束后，特朗普胜选概率大幅提升，且美股已开始交易特朗普上台带来的潜在影响，着重关注特朗普上台后政策实施可能。其中，我们认为，备受关注的关税政策实施或存在一定难度。从经济学理论上来看，加征关税相当于变相向消费者加征“消费税”，这将侵占消费者剩余。美国进步中心的研究表明，关税政策将给美国家庭带来较大的负担，具体而言，平均每个美国家庭每年将因特朗普的10%关税提案而多支付最少1500美元的税款。此外，特朗普仍然倾向于削弱美联储独立性、扶持传统能源行业。

目 录

第一部分

竞选主张：拆解两党在货币/财政/贸易等领域的异同

第二部分

资产表现：回顾大选年的大类资产及股市表现规律

第三部分

政策影响：讨论不同选举结果下的政策端可能影响

第四部分

附录：下半年美国大选关键时间节点梳理





竞选主张：拆解两党在货币/财政/贸易等
领域的异同

两位候选人政策主张差异主要体现在货币政策、财政政策、贸易、医疗等领域

图：两位候选人主要政策主张

候选人主要政策主张		
领域	特朗普	拜登
货币政策	同美联储货币政策观点不一致，认为当前货币政策利率过高， 将推动降息	支持美联储采取独立政策 ，认可当前美联储工作
财政支出	抨击拜登扩大政府支出导致通胀失控， 主张减少财政开支	扩大财政支出以刺激经济 ，用于推动制造业回流、特定领域投资
税收	将公司税由 21% 削减至 15% ，同时称将下调个人税率，将废除拜登的加税政策	提出“亿万富翁最低所得税” ，对超级富豪征收25%税收，同时建议将公司税由21%提高至28%，认为共和党减税政策对低收入人群帮助不大
外交	巴以 ：支持以色列 俄乌 ：不赞成继续向乌克兰提供援助，主张结束俄乌战争 伊朗 ：希望提高制裁，反对伊核协议框架，拒绝谈判 国际态度 ：强调美国优先，评估已作出的承诺与条约的经济性，主张大幅降低在国际机构中的参与度，退出《巴黎协定》	巴以 ：支持以色列 俄乌 ：强烈支持乌克兰，近期提供464亿美元军事援助与151亿美元非军事援助 伊朗 ：态度偏鸽，希望以谈判、沟通为主 国际态度 ：赞成高度参与国际组织与事务，恢复主要机构成员资格，扩大美国在全球的影响力
贸易	关税 ：主张对全部进口产品加征10%关税，认为美国在贸易中利益受损 主张 ：孤立主义，支持北美自贸协定（NAFTA），但反对跨太平洋伙伴关系（TPP），在评估各项贸易合作中重点考虑美国经济利益	关税 ：反对额外加征全面关税，以小院高墙模式对重点领域实时保护主义政策 主张 ：支持澳美自贸协定（AUSFTA）、NAFTA、TPP等贸易协定，主张减少贸易壁垒，更注重贸易协定对于美国影响力的提高
移民	态度偏鹰 ，支持合法移民力度相对有限，主张降低移民指标	态度偏鸽 ，通过政府行动放宽合法移民政策，收紧非法移民限制，支持高端人才移民
医保	反对削减医保账户 ，反对医保强制性	支持奥巴马医改思路 ，提高高收入医保税，降低药品价格，提高最低保障标准
能源	追求 能源独立 ，倾向发展非传统化石能源，支持能源勘探	减少化石能源使用， 对油气勘探进行限制
科技互联网	主张 加强对于互联网公司的监管	促发展与监管并进 ，增加政府支出促进高科技企业发展，但在反垄断、网络安全方面加强监管
制造业	通过 贸易手段解决 ，重点关注中低端就业岗位的创造，不赞成大幅投资或补贴	通过 “关税+补贴” 的方式吸引制造业回流，加大对投资确保产业链安全，但并非集中在中低端制造业
基础设施	关注 能源安全、网络安全、电网、公共基础设施 ，反对大幅投资新能源及新基建链条	扩大政府支出推进基础设施建设，关注 高铁、新能源、新基建、学校 等基础设施
ESG	针对养老金纳入ESG考虑因素存在分歧， 反对投资机构纳入ESG因素	针对养老金纳入ESG考虑因素存在分歧， 支持投资机构纳入ESG因素
对华策略	主张 ：“全面脱钩”式遏制策略，从利益角度出发将制造业回流“政治化”，“美国优先” 方向 ：对本土产业加以保护，吸引传统产业回流 手段 ：对华加征关税，对美提供税收优惠吸引回流，去“中国化”，从经济性角度出发减少多边合作	主张 ：“小院高墙”式遏制策略，从安全角度出发将制造业回流“政治化”，团结盟友限制中国 方向 ：以“再造新产业”解决空心化，聚焦于高科技产业 手段 ：投资与协同并进，对内政府投资高科技产业，对外建立多边联盟，限制中国，并采取“小院高墙”精准制裁

▼ **货币政策方面**，特朗普主张削弱美联储独立性，拜登则相对支持美联储独立性；

▼ **财政政策方面**，特朗普赞成减少开支、降低税收，拜登赞成扩大开支、提高公司与高收入人群税收；

▼ **贸易政策方面**，特朗普倾向保护主义，强调美国利益优先。拜登则主张加强盟友间合作，高度参与国际事务，提高美国影响力；

▼ **医保方面**，特朗普主张废除平价医保，拜登则延续奥巴马医改思路，主张扩大范围并提高保障标准。

第一次辩论：双方政策主张基本与此前一致

图：2024年6月27日第一次辩论概览

辩论内容概览		
辩题	特朗普	拜登
经济	称在疫情中做了必要投入，避免经济进入萧条，维持股市增长。抨击拜登政府所谓的创造工作岗位只是疫情结束后百废待兴，且很多工作岗位还提供给了非法移民，在任期间通胀控制不力。	抨击特朗普对于新冠的处理糟糕，失业率高达15%，卸任时就业岗位比上任前还少。称自己在任期间创造了80万个制造业的工作岗位，降低处方药价格，并且仍在继续为降低物价做努力。
税收	降低企业税提高企业利润，创造工作岗位的同时有利于企业利润回流美国本土。提高关税政策则有效削减财政赤字。	抨击特朗普政府税收政策的不公平性，导致公民权益受损。称自己在任期间建立了良好的医保体系，惠及所有百姓，并将继续为之努力。
堕胎权	不会禁止堕胎药，堕胎立法权已交还各州，符合“法律学者”的一致认知。同时抨击拜登政府允许母亲在怀孕晚期堕胎。	强调堕胎应由母亲和医生决定，而非政治家和州政府。回应只有在紧急情况下，如母亲生命受到威胁时才会妊娠晚期堕胎。
移民	抨击拜登政府开放边境，涌入的非法移民威胁美国居民的人身安全。称关闭边境才是正确的选择，自己在任期间的美国边境是最安全的。	抨击特朗普的移民政策强制分离亲人。称边境部门十分支持自己参加总统选举，在任期间非法移民减少了40%。
俄乌	不会接受俄罗斯的主张，反复强调若是自己在位，俄罗斯就不会入侵乌克兰，若自己上任会马上结束战争。抨击拜登政府虽然给予乌克兰支持但对停止战争没有起到作用。	给予乌克兰的支持更多是以武器的方式，并且是美国本土生产的武器。强调若是简单地退让将削弱美国乃至北约对俄罗斯的约束力，其他国家（波兰、白俄罗斯）将受到威胁。
中东	未明确回答如何解决中东局势。反复强调美国在与北约同盟国的贸易中吃亏，表示其他同盟国距离俄乌和巴以更近，且经济体量和美国相当，更应该提供支持。	重新声明停火计划，并强调联合国、G7集团、以色列都同意该计划，表示当前哈马斯的力量已经被有效削弱。
民生	未正面回应国会山事件的负面舆论。表示佩洛西应该承担事件的责任。关于自身涉及的法律问题是政治原因，表示自己并未违法。	抨击特朗普不但没有阻止国会山事件，反而鼓励叛乱者进入国会山。
种族	未正面回答问题，抨击拜登的移民政策剥夺了黑人的工作机会以及其在任期间的高通胀大幅降低黑人的生活水平。	表明在任期间黑人失业率维持在历史低位，为黑人提供住房补贴，尽量降低黑人的育儿成本，让黑人能够进入就业市场。提出将为黑人提供更多的补贴。
气候	未正面回答如何解决气候问题，表示自己在任期间的气候数据是最好的。解释因巴黎协议对美国不公平而退出。	抨击特朗普退出巴黎协议，表示自己在任期间推出了历史上最大的气候相关法案，并且为2035年降碳取得了重大进展。
社会保障	未正面回答问题，抨击拜登的移民政策让非法移民进入了国家保障体系。	为维护保障体系，将提高高收入人群税率。表明在任期间设立的“平价医疗法案”让超过40万人获得保障。
保育	未回答相关提问。	承诺增加保育税收抵免，为单亲父母提供工作机会，鼓励企业为单亲家庭提供支持。抨击特朗普的关税政策提高了美国居民的生活成本。
毒品	抨击拜登政府放开边境让毒品流入美国本土。	称两党曾达成协议投入毒品检测机器，但特朗普阻碍了协议落实。
关于选民对高龄的担忧	表示自己定期体检，身体健康，刚刚获得了两个高尔夫球赛冠军，认为自己身体状况和25-30年前一样好。	表示特朗普虽然比自己年轻三岁，但能力却差很多。强调自己是美国第二年轻的参议员，拥有丰富的履历。
总结陈词	再次强调自己在任期内对军队的重建，对监管的放松，抨击拜登的边境政策和外交表现，称拜登在任使世界更混乱。	强调需要更公平的税收制度，不会对收入低于40万美元的公民增税。将坚持医保政策，提高保育税收抵免。

▼ 财政政策方面，特朗普赞成降低企业税收，拜登强调税收公平；

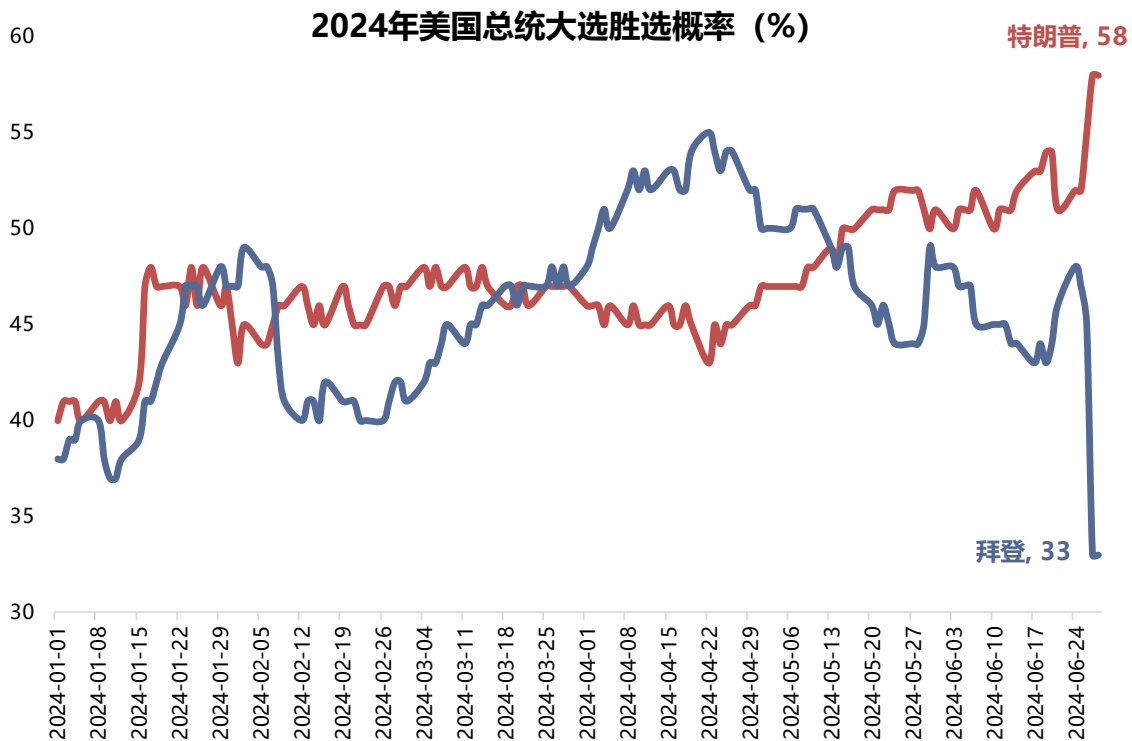
▼ 贸易政策方面，特朗普强调提高关税有助于削减财政赤字；

▼ 气候方面，特朗普重申巴黎协议有损美国利益；拜登强调在任期间推出历史上最大的气候法案（通胀削减法案），且为2035年降碳取得重大进展；

▼ 医保方面，特朗普抨击拜登移民政策让非法移民进入了保障体系；拜登坚持“平价医疗法案”。

第一次辩论结束后，特朗普胜选概率明显上升，对美股表现同样形成扰动

图：第一次辩论结束后，市场押注的拜登胜选概率大幅下降



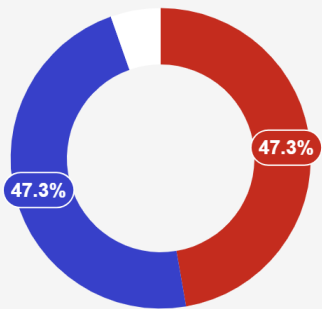
图：6月28日开盘后，市场先是交易PCE回落；而后转向交易若特朗普当选，加征全面关税、降低税收等政策或不利于通胀回落



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所。注：①数据截至2024年6月28日；②右图时间为美东时间。

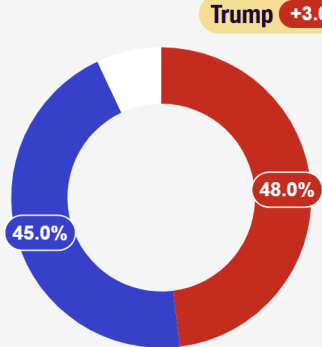
在关键摇摆州的民意调查中，特朗普支持率更高

2024 Wisconsin: Trump vs Biden



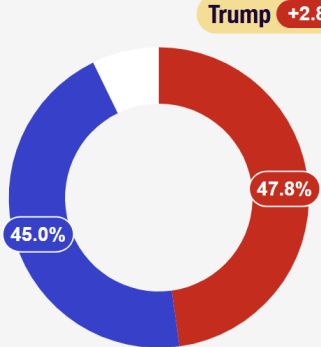
● Trump ● Biden

2024 Pennsylvania: Trump vs Biden



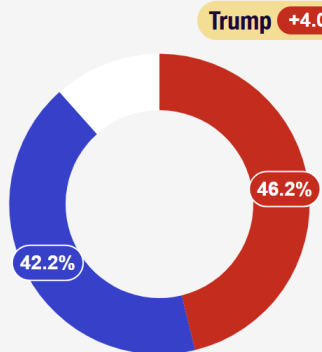
● Trump ● Biden

2024 Nevada: Trump vs Biden



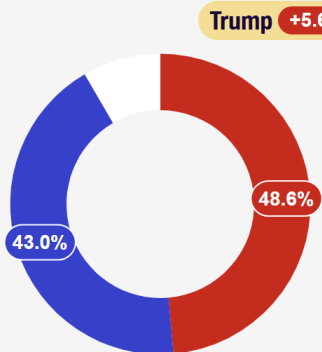
● Trump ● Biden

2024 Georgia: Trump vs Biden



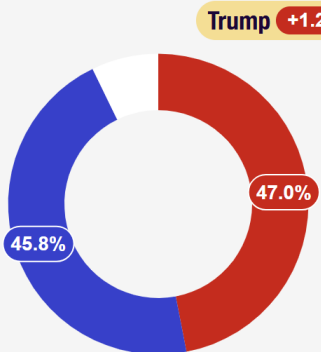
● Trump ● Biden

2024 Arizona: Trump vs Biden



● Trump ● Biden

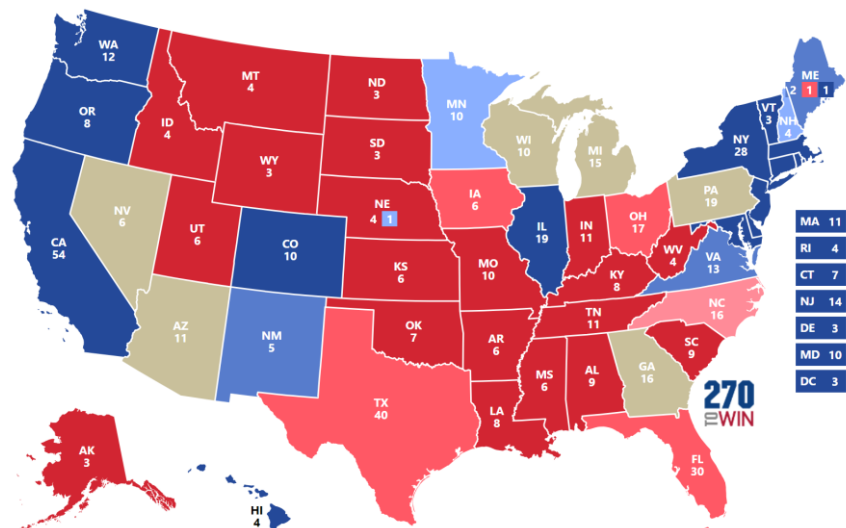
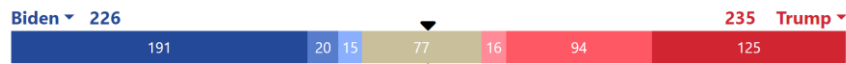
2024 Michigan: Trump vs Biden



● Trump ● Biden

REAL CLEAR POLITICS RealClearPolitics Poll Average

North Carolina: Trump vs. Biden



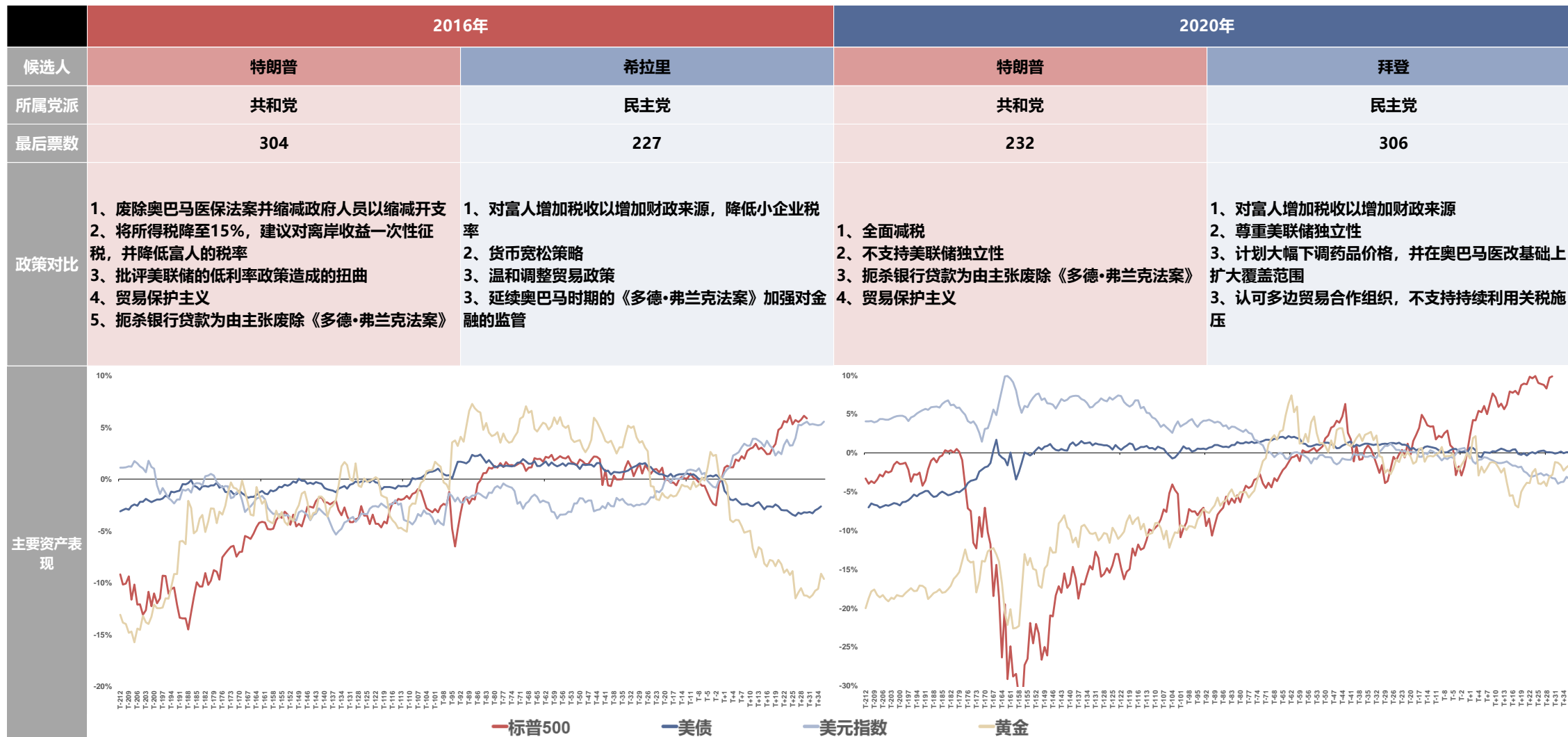
资料来源: RealClearPolitics, 270twin, 国联证券研究所。注: 数据截至2024年7月1日。



资产表现：回顾大选年的大类资产及股市表现规律

大类资产：历史上选情焦灼的年份，选举前黄金表现较好，选举后美股反弹概率高

图：近两次大选焦灼的年份，候选人双方的经济政策差异均较大，政策不稳定性造成市场不稳定性。综合近两次焦灼大选年资产表现情况来看，选举前黄金的表现突出；大选尘埃落定后，市场不确定性消退，美股反弹

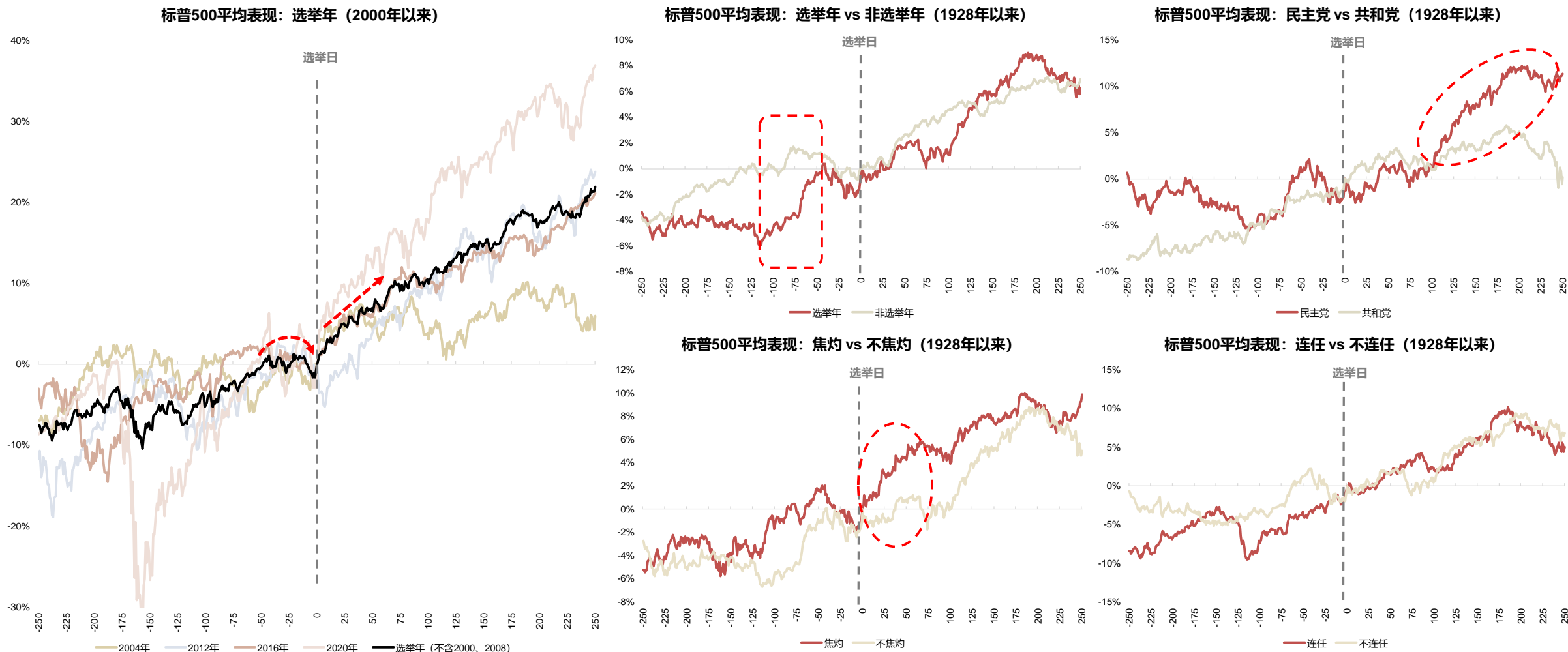


资料来源：白宫，Bloomberg，国联证券研究所。

注：我们定义当年总统胜选者与得票数第二的候选人选票差距不超过100票视为焦灼，根据该规则，被视为选情焦灼的年份有：1960年、1976年、2000年、2004年、2016年和2020年。

美股：历史经验表明，大选前两个月美股通常表现不佳，而大选后美股大概率迎来反弹

图：大选前两个月，美股市场表现相对较弱，但大选尘埃落定后，市场将迎来反弹；前期选举较为焦灼的年份，选举尘埃落定之后的股票市场表现更佳；中长期来看，民主党总统当选后股市往往表现得更好；总统是否连任影响不大

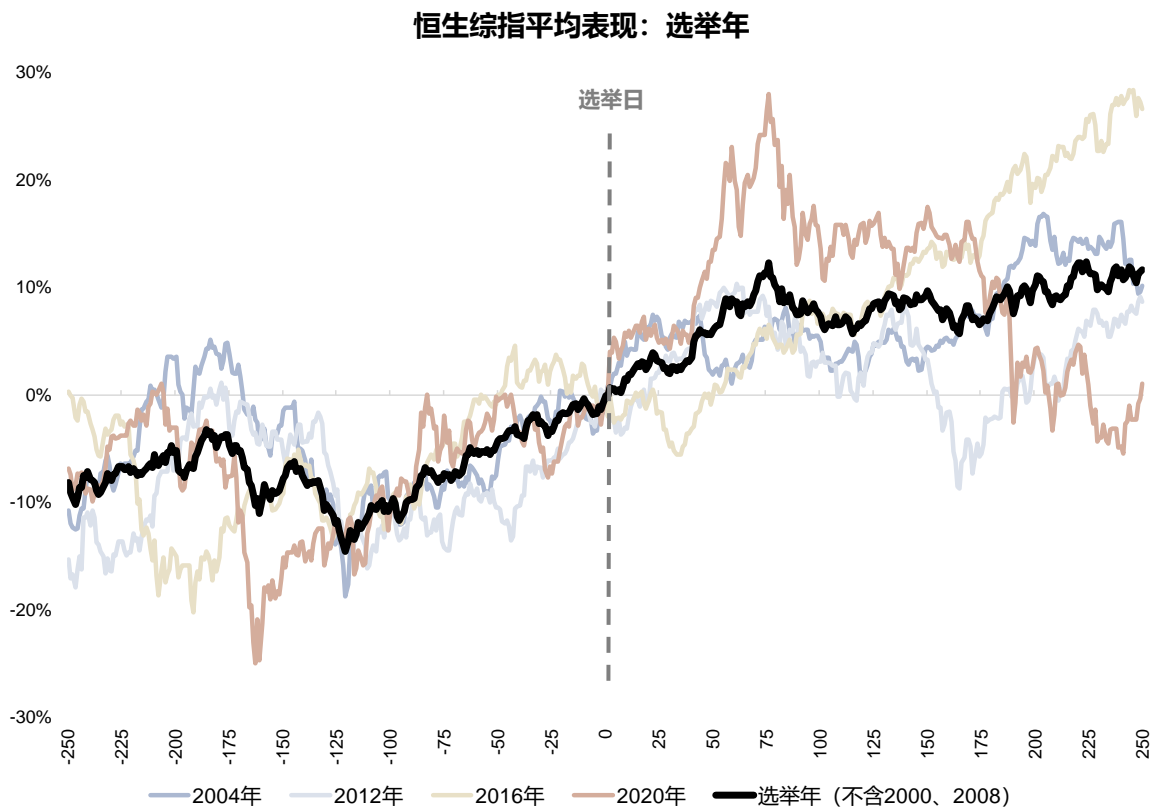


资料来源：Wind，国联证券研究所。

注：我们定义当年总统胜选者与得票数第二的候选人选票差距不超过100票视为焦灼，根据该规则，被视为选情焦灼的年份有：1960年、1976年、2000年、2004年、2016年和2020年。

港股：历史数据显示，选举日前6个月至选举日后3个月左右，恒生综指表现较好

图：选举日前6个月至选举日后3个月左右，恒生综指表现较好

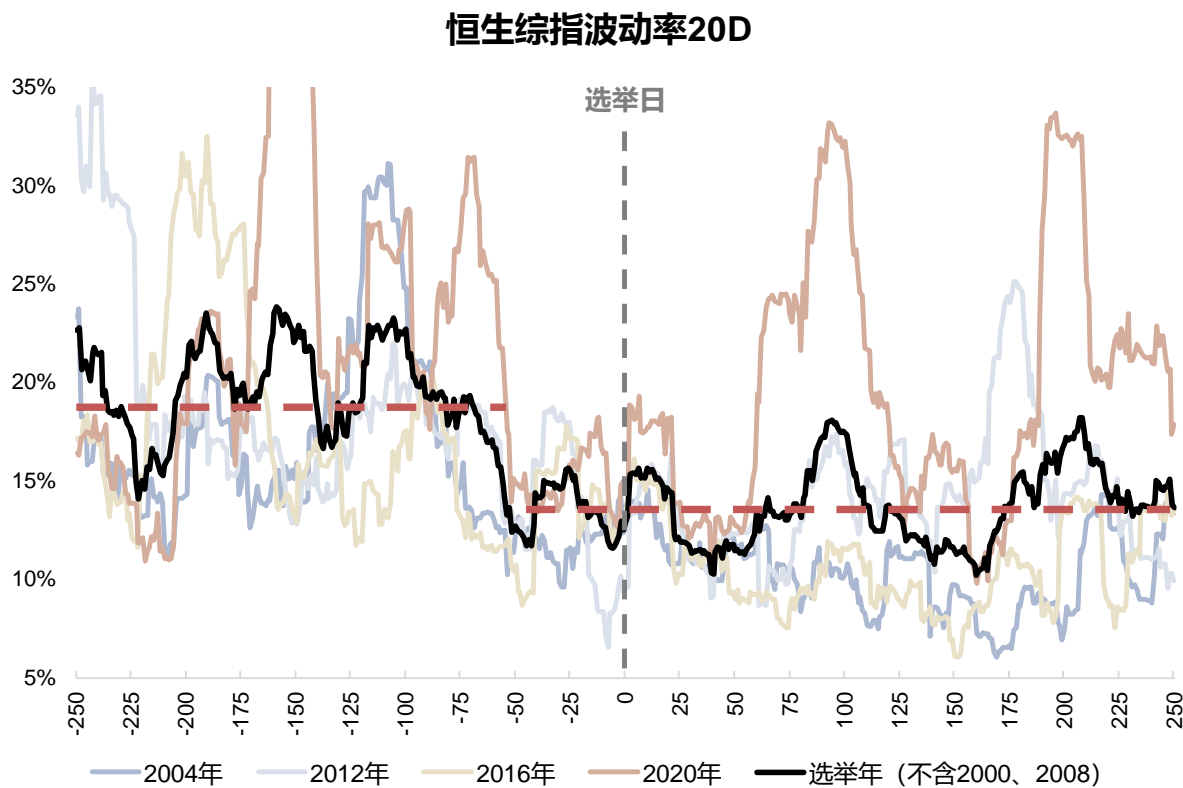


图：不考虑2000及2008年，恒生综指选举年表现优于非选举年



▶ 港股：恒生综指波动率在选举年呈现“前高后低”；选举日前5个月，波动率开始逐渐下滑

图：恒生综指波动率在选举年呈现“前高后低”；选举日前5个月，波动率开始逐渐下滑



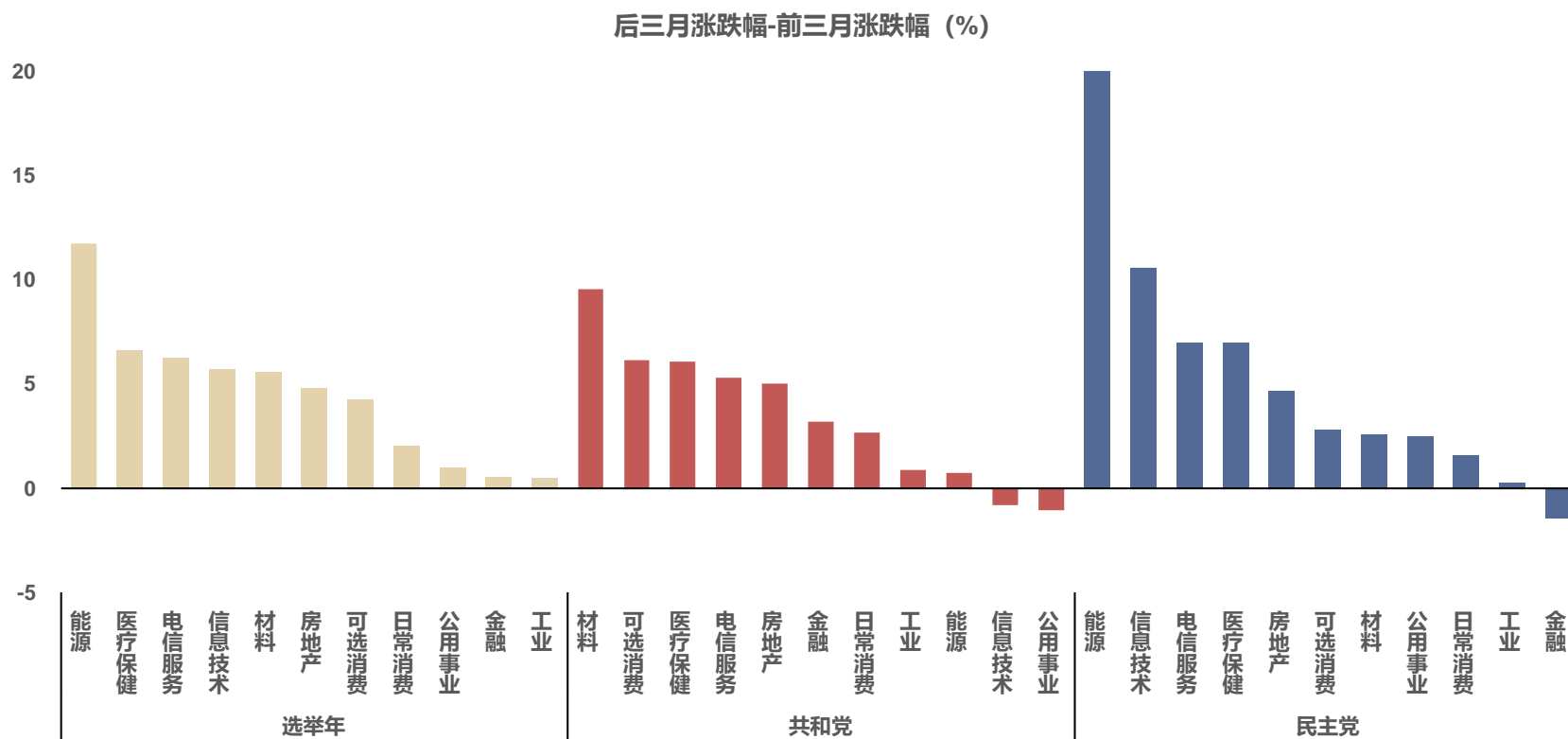
图：恒生综指波动率在非选举年相较选举年更稳定



美股：行业视角来看，无论两党孰胜，短期内大选年医疗保健及电信服务的表现都较为突出

- 我们对美股一级行业在大选后的涨跌幅情况与大选前涨跌幅情况做差，试图寻找大选年的确定性投资线索：
- 整体来看，大选年美股的能源、医疗保健以及电信服务的表现较好；历史数据显示，无论哪党候选人当选，医疗保健及电信服务的表现都较突出。党派效应来看，当共和党当选时，材料板块表现较好，民主党当选时能源表现较好。

图：大选后相较于大选前的市场表现，无论哪个党派的候选人当选，医疗保健及电信服务的表现都较为突出

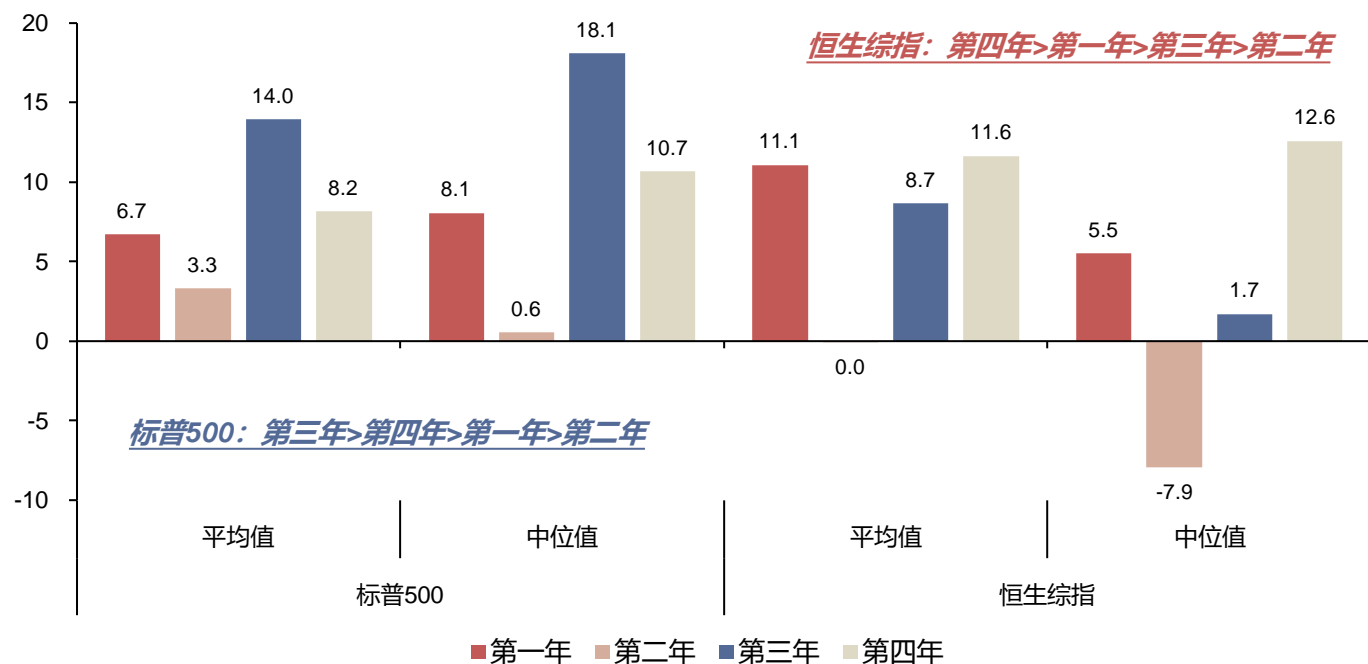


长期视角：历史数据显示，美股在总统任期后两年表现更好

- “总统选举周期理论”由《股票交易员年鉴》作者耶鲁·赫希提出，该理论认为总统四年任期内，股市回报遵循可预测的模式：美股牛市通常出现在总统任期后两年，而任期前两年美股表现通常较差。耶鲁·赫希认为原因或在于执政党为了实现连任，倾向于在中后期采取支持政策以促进经济和股市的繁荣。
- 实际上，股市表现由多重因素决定，或难以简单归咎于总统选举/国会统一与否。但就历史规律而言，临近选举年的第三年和第四年美股的确表现出色，标普500的平均表现排名及胜率为：第三年(83%)>第四年(74%)>第一年(58%)>第二年(54%)。
- 港股则在任期第四年和第一年表现较好，恒生综指的平均表现排名及胜率为：第四年(60%)>第一年(67%)>第三年(50%)>第二年(43%)。

图：美股过去在总统任期的后两年表现更好，港股则在任期第四年和第一年表现较好

美股&港股主要指数总统任期内表现（除2008年，%）





政策影响：讨论不同选举结果下的政策端可能影响

考虑不同总统/国会选举结果，对应四种情形投资机会

- 考虑到不同的总统及国会选举结果，未来美国四种选择情形下的投资机会：1) 特朗普当选+统一国会：特朗普政策顺利实施，推动企业减税，长期看提高企业盈利能力，或利好美股市场表现；支持传统基建以及提高传统能源供应、推动制造业回流，或利好美股能源、公用事业的行业表现。2) 特朗普当选+分裂/民主党统一国会：特朗普政策难以推行，对大类资产市场表现的影响或相对有限。3) 拜登当选+统一国会：拜登政策顺利实施，扩大财政支出压制美元表现；利用财政支出支持产业回流，但提高企业税影响企业盈利能力，两者对美股的影响具有不确定性；此外扩大新基建、支持信息科技以及新能源领域，或将利好相关板块的表现。4) 拜登当选+分裂/共和党统一国会：拜登政策难以推行，继续延续当前政策，对大类资产的价格影响或有限。

图：鉴于目前选情焦灼且候选人主要政策主张有较大差异，针对不同的总统和国会选举结果，考虑四种情形

针对不同的总统和国会选举结果，可能有以下四种关键政策选择的情形

大选情况	特朗普当选		拜登当选	
	共和党统一国会	分裂/民主党统一国会	民主党统一国会	分裂/共和党统一国会
财政政策	推行全面减税，企业税降低	减税政策难延续	企业税提升、扩大财政支出刺激经济	减税政策不延续
贸易政策	贸易保护并全球增税，并对中国进行惩罚性征税	贸易政策不确定	对部分产业征税	对部分产业征税
产业政策	支持传统基建、提高传统能源供应、发展制造业	《芯片与科学法案》延续	扩大基建，特别是新能源领域，《芯片与科学法案》延续或升级	《芯片与科学法案》延续
货币政策	影响美联储独立性		美联储仍旧保持独立性	

1. 货币政策：特朗普表示，如若当选，将不会再任命鲍威尔为美联储主席

货币政策方面，特朗普主张削弱美联储独立性。

The screenshot shows the top navigation bar of the CNN website with 'Business' selected. Market data for S&P 500 (5,460.48, -0.41%) and NASDAQ (17,732.60, -0.71%) is displayed. A gauge chart shows 'Fear' at 44, with the text 'Fear is driving the US market'. Two article teasers are visible: 'Tractor Supply Co. backtracks on DEI roles and goals' and 'How Nathan's Famous turned competitive eating into a national spectacle'.

The main article title is 'Trump says he would not reappoint Fed Chair Jerome Powell', highlighted with a red border. The byline reads 'By David Goldman, and Alexandra Ross, CNN' and the update time is 'Updated 11:04 AM EST, Fri February 2, 2024'. Social media sharing icons for Facebook, X, Email, and Print are present.

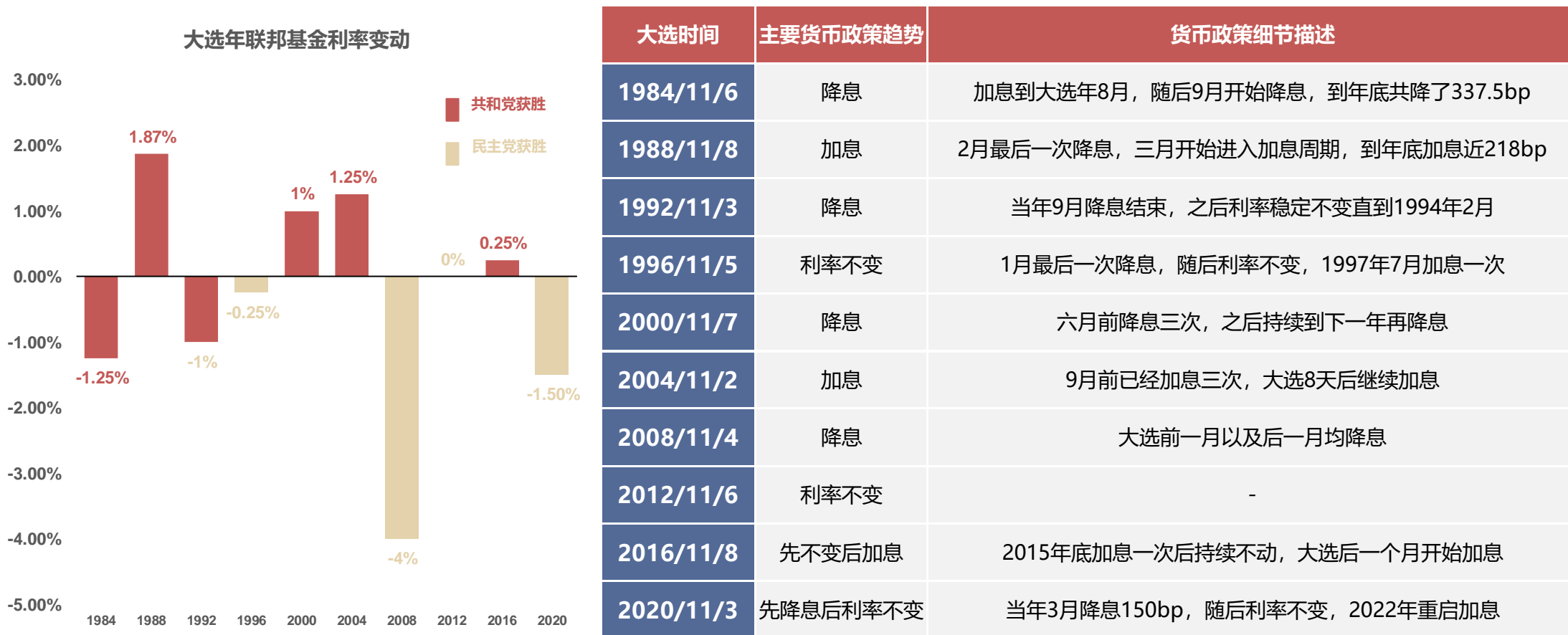
The main image shows Jerome Powell speaking at a podium with the American flag and the Federal Reserve seal in the background.

On the right side, there is a 'MORE FROM CNN' section with three article teasers: 'Allies urge Trump to focus on inflation, immigration and crime as team ...', 'These are Trump's potential picks for vice president', and 'Trump campaign pushes for pared-down GOP platform as allies fret over ...'.

1. 货币政策：大选当年的货币政策并不以选举为锚

大选年这一政治周期对货币政策的影响相对较低，美联储通常保持货币政策独立性。1984年以来的十次大选年份，美联储加息与降息的动作并没有明显规律。

图：历史数据看，美联储制定货币政策并不以总统选举为锚



2. 产业政策：特朗普倾向发展非传统化石能源

- ▶ 特朗普向石油高管寻求10亿美元竞选资金，承诺推翻拜登的环保政策。
- ▶ 在四月份的“Mar-a-Lago”会议上，特朗普承诺废除业界反对的能源和气候政策。

图：多家媒体报道，特朗普承诺推翻拜登的环保政策

Home / Energy / Energy-General

Charles Kennedy

CHARLES KENNEDY

Charles is a writer for Oilprice.com

More Info

Trump Seeks \$1 Billion From Big Oil as He Vows to Reverse Biden Climate Rules

By [Charles Kennedy](#) - May 09, 2024, 9:10 AM CDT

English

- ▶ Trump seeks \$1 billion campaign funds from oil executives, pledging to overturn Biden's environmental policies.
- ▶ At a Mar-a-Lago meeting in April, Trump promised to scrap energy and climate policies opposed by the industry.
- ▶ Politico has recently reported that the oil industry has drafted executive orders for a potential Trump re-election.

POLITICO

CONGRESS PRO E&E NEWS

Cut through the noise. [Learn More](#)

ENERGY

Trump pressed oil executives to give \$1 billion for his campaign, people in industry say

"This is a scandal" and "an indictment of the system" — but probably legal, one legal watchdog told POLITICO.

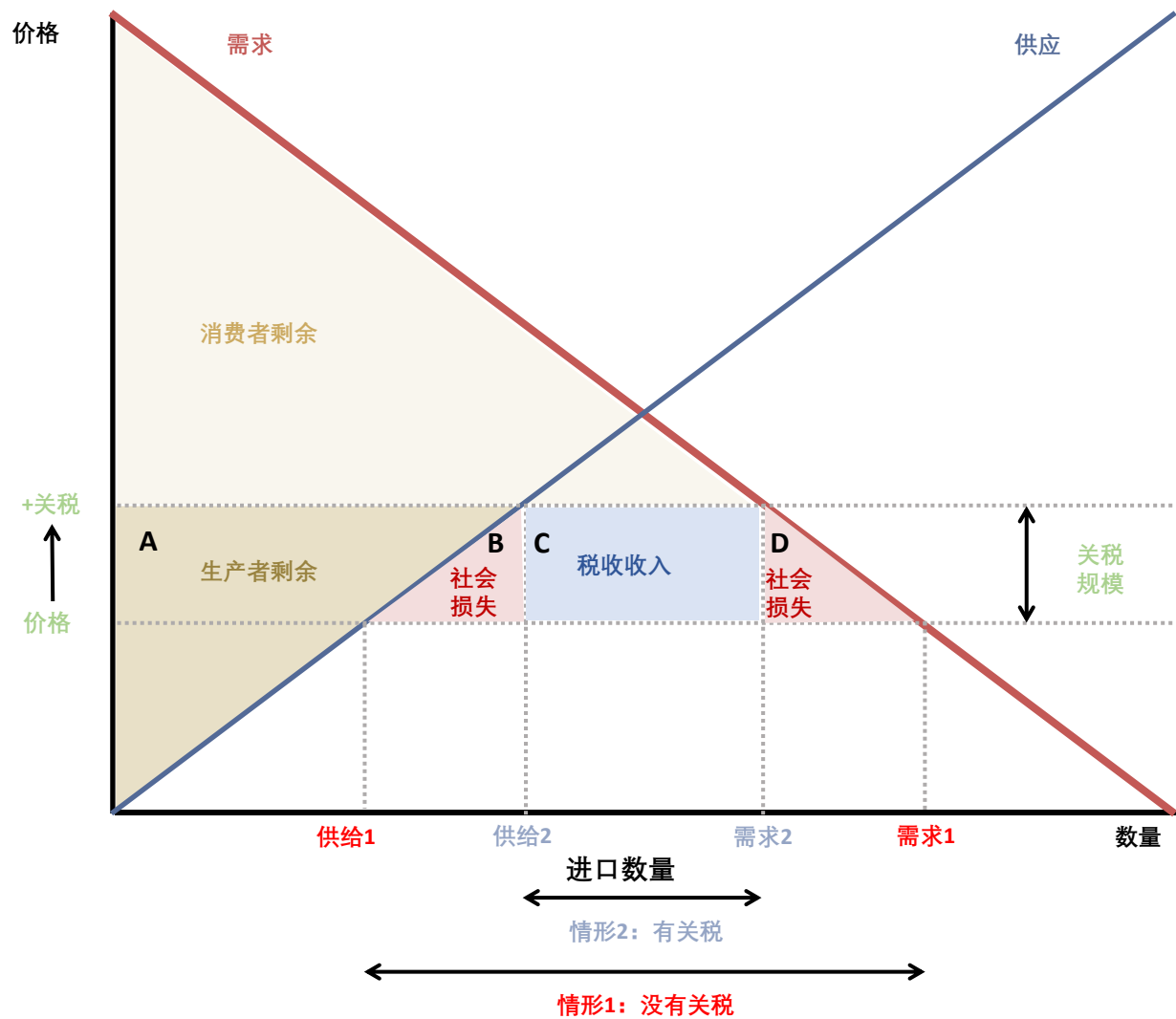
Advertisement

POLITICO New York Playbook

The power player's guide to Empire State politics

3. 贸易政策：若特朗普竞选成功，其加征关税的政策再次实施的难度不低

图：经典框架下，加征关税将侵占进口商品消费者的消费者剩余



经济学理论表明，关税最终将损害美国消费者的利益。从经济学理论上来看，加征关税相当于变相向消费者加征“消费税”，这将侵占消费者剩余；同时相当于对生产者进行“补贴”，导致生产者剩余增加。生产者剩余的增加及税收收入的增加并不能覆盖加征关税导致的对消费者剩余的侵占，最终会形成社会损失，造成社会生产效率以及消费效率下降。

3. 贸易政策：特朗普提议的关税将为美国家庭带来较大的成本

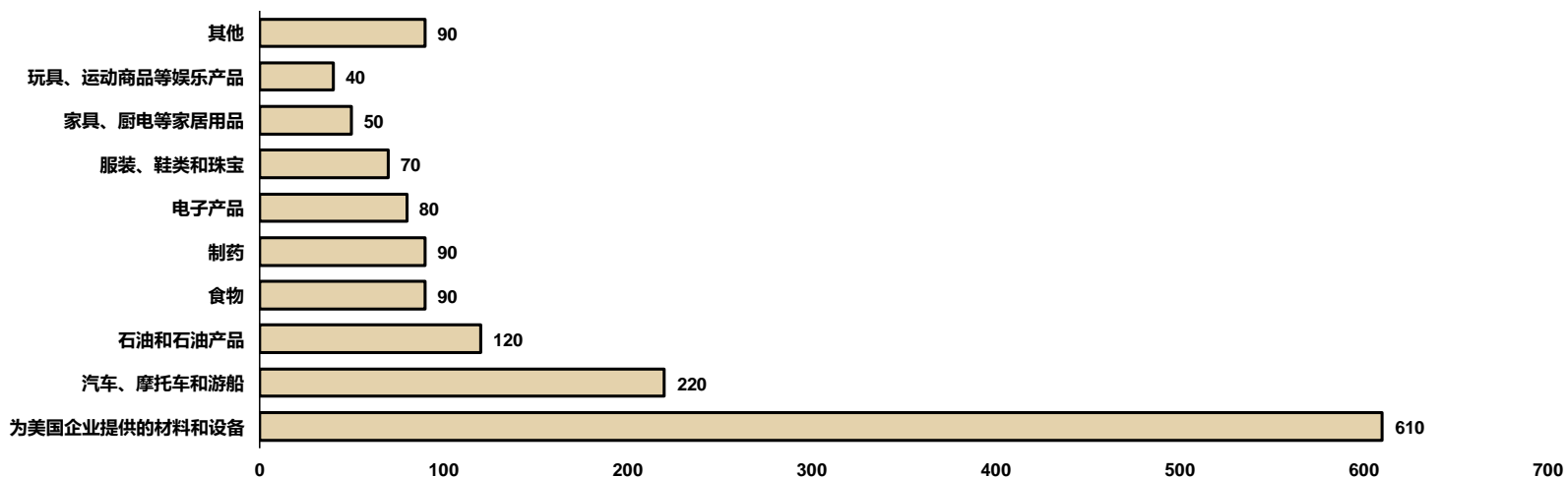
图：特朗普提议对中国加征关税的成本几乎是中美贸易摩擦时的4-5倍，且研究表明，平均每个美国家庭将因特朗普的关税提案而多支付大约1500美元的税款

实施特朗普关提案之后给美国进口商品买家带来的经济成本测算

	目标进口占GDP比重 (进口占GDP份额*加征关税针对美国进口份额)	进口价格平均涨幅	总成本占GDP比重
中美贸易摩擦征税商品	1.80%	20%	0.40%
10%的全面关税	9.80%	10%	1.00%
对贸易摩擦涉及的中国商品征税60%	1.00%	44%	0.40%
对其他中国商品征税60%	0.60%	60%	0.40%
总计			1.80%

特朗普10%的关税将如何渗透到美国消费者

假设关税提案实施会给美国家庭带来的年度成本增加 (美元)



美国进口买家因关税而遭受的损失被定义为经济中合理分配的情况下，让美国买家对关税变化无动于衷所需的资金总额，测算公式为进口占GDP的份额、关税增加所针对的美国进口份额以及关税导致的平均进口价格上涨三项的乘积。据数据测算结果来看，特朗普提议对中国加征关税的成本几乎是中美贸易摩擦时的4-5倍，且美国进步中心的研究表明，平均每个美国家庭每年将因特朗普的10%关税提案而多支付最少1500美元的税款。

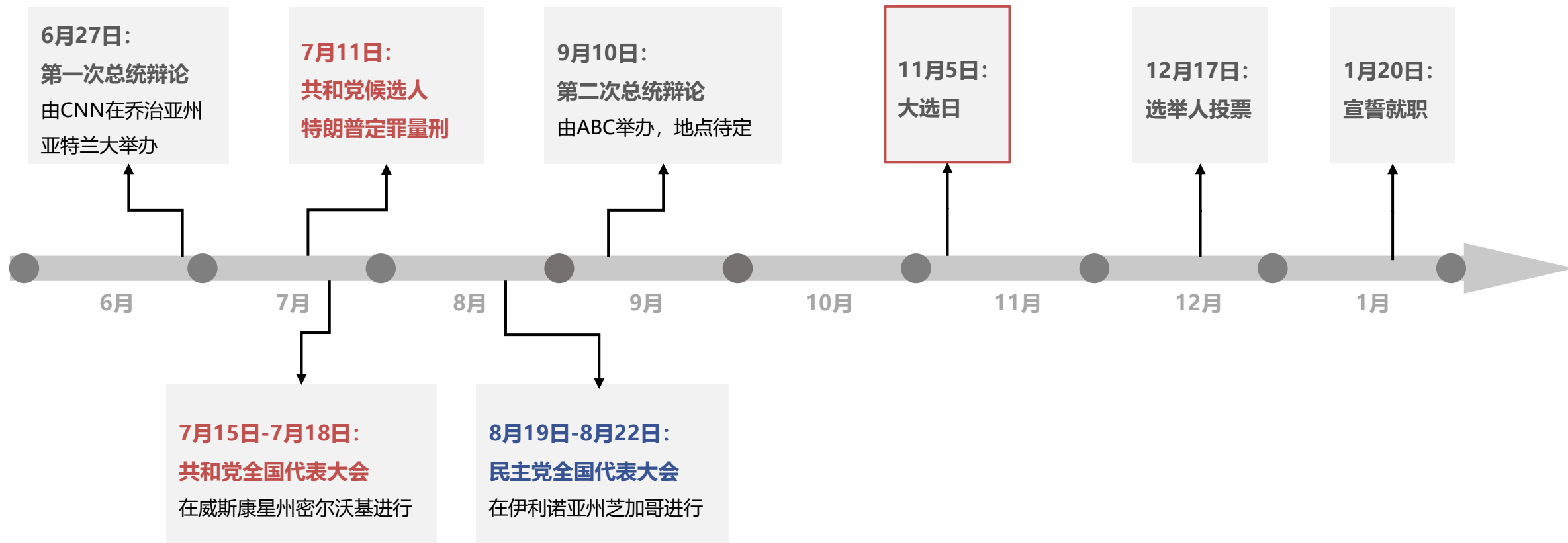
资料来源：PIIE, US Bureau of the Census, FRED, Center for American Progress, Bloomberg, 国联证券研究所整理
注：进口价格平均上涨幅度为PIIE根据已宣布的关税上调幅度计算得出。估计的征税是针对收入分布中第40-60百分位的美国家庭。



附录：下半年美国大选关键时间节点梳理

附录：下半年美国大选关键时间节点梳理

图：下半年美国大选关键时间点



资料来源: BallotPedia, 国联证券研究所。注: 上述日期为美东时间。

风险提示

- 1) 资产表现的历史规律不代表未来;
- 2) 对特朗普和拜登政治主张理解有偏差;
- 3) 地缘政治冲突加剧。

分析师和联系人

分析师 杨灵修

SAC:S0590523010002

分析师 包承超

SAC:S0590523100005

分析师 万清昱

SAC:S0590523100004

联系人 肖辉煌

Email:xiaohh@glsc.com.cn

办公地址

上海

浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37层

北京

东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4层

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12层

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！