

2026 年 10 月 15 日

美国中期选举观战指南

民银国际研究团队

应习文 民银国际/证券研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文
电 话：+852 3728 8180
Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

美国中期选举已进入关键冲刺阶段。本次中期选举众议院将开放全部 435 个席位（218 席将获多数），参议院共开放所有 100 个席位中的 35 个席位（51 席将获多数）。北京时间 11 月 3 日 18 点投票阶段正式启动，最快至 4 日下午若选情不极度接近，则结果将初见端倪。

众议院前瞻：民主党领先优势扩大。不少摇摆席位受到“中期选举执政党惩罚”机制影响，形成“历史偏红，现今偏蓝”的局面。市场预计民主党大概率将获得超过 218 个多数议席位置，获胜概率已接近九成。

参议院前瞻：民主党由落后转为领先。参议院是观战重点，共和党自 7 月开始由领先转为落后，但仍有一拼的希望。35 个开放席位中，共和党防守 22 席，民主党防守 13 席，民主党需要净增 4 席。**预计民主党大概率全部席位防守成功**，并力争攻下北卡、缅因、俄亥俄、阿拉斯加、德克萨斯五个州（依照概率大小排序）中的四个。此外，在艾奥瓦和堪萨斯州，民主党也保留着攻下的机会。**市场目前预计民主党拿下参院实现“横扫”的概率在 60-70%。**

共和党两院皆失对特朗普政府施政的影响。一是行政与司法任命层面被迫冻结，民主党控制的参议院将大幅限制特朗普的人事任命。**二是**税收政策、债务上限与政府关门博弈加剧。**三是**行政命令将面临更多外部制衡，国会可以通过立法限制或终止行政令，尽管总统可否决但仍会增加政治压力。**四是**总统面临更大的国会弹劾风险。**五是**外交与贸易政策或更倾向单边激进选项。**六是**共和党内部的团结阵线将面临动摇。

共和党两院皆失对全球主要资产的影响。**美股：**科技面临压力，传统板块分化。**美债收益率：**短期有望下行，但长期取决于通胀与美联储。**原油：**波动加大，方向难以明确。**黄金：**整体偏向利好。**美元指数：**强美元叙事或弱化。**亚洲股市：**日韩偏利空，A 股与港股以我为主。

目 录

1. 2026 年美国中期选举的基本背景	1
1.1 本次中期选举席位开放情况	1
1.2 本次中期选举的重点时间线	2
2. 美国中期选举选情前瞻	2
2.1 众议院前瞻：民主党领先优势扩大	2
2.2 参议院前瞻：民主党由落后转为领先	5
3. 共和党皆失两院的风险情景分析	8
3.1 共和党两院皆失对特朗普政府施政的影响	9
3.2 共和党两院皆失对全球主要资产的影响	10

美国中期选举观战指南

美国中期选举已进入关键冲刺阶段，国会控制权归属将显著改变美国政策博弈格局。本文介绍了本次选举的背景，并分别对众议院、参议院选情进行前瞻分析。由于当前民主党横扫两院的概率抬升，我们分析了在共和党两院皆失的情景下，特朗普政府施政约束和党内派系的变化，并探讨了对全球主要资产的影响原理。

1. 2026 年美国中期选举的基本背景

美国国会选举每两年举办一次，其中落在两届总统大选之间、总统任期第 2 年举行的全国性选举即称为“中期选举”，通常在每届总统任期第二年的 11 月。中期选举主要改选美国国会两院（参议院与众议院）的席位，同时同步选举部分州长、州议会及地方公职人员，市场通常将其视作对现任总统执政成效的一次全民公投。国会两院控制权的归属将直接决定现任政府后半任期的施政阻力（如法案通过难度、财政预算审批、内阁与法官提名等），并对美国宏观经济政策、财政扩张空间及外贸/地缘政策走势产生深远影响。

1.1 本次中期选举席位开放情况

根据美国宪法规定，参议院（Senate）议员任期为 6 年（每两年改选约 1/3），众议院（House）议员任期为 2 年（每两年全员改选）。本次中期选举众议院开放全部 435 个席位，达到多数党门槛为 218 个。本次选举前的 119 届国会中，共和党以 219 席对 214 席的微弱多数控制众议院，另有两个空缺席位。

参议院共开放所有 100 个席位中的 35 个席位，包括 33 个例行改选席位，以及 2 个补选席位。参议院的绝对多数党门槛为 51 席（若席位为 50 对 50 持平，则副总统可打破平局，意味着共和党只需守住 50 席）。目前参议院共和党占 53 席，民主党占 47 席（其中有 2 席为独立人士，依据其党派身份归属于民主党）。在本次开放的 35 个席位中，22 席原为共和党（视为共和党防守），13 席为民主党（视为民主党防守），民主党需要净增 4 席才能拿下 51 席重夺参议院控制权。

1.2 本次中期选举的重点时间线

10月中旬起选民登记与早期线下投票：10月中旬各州陆续开放邮寄选票申请、现场提前投票，选票回流数据逐步披露，竞选进入冲刺阶段；各州选民登记、邮寄选票申请截止分散在10月中下旬。

11月3日全国大选投票日：北京时间11月3日18点投票阶段正式启动，美东地区部分投票站率先开放，全美现场投票全面开启。

11月4日计票，初步结果公布：北京时间11月4日7点-14点，各州投票陆续结束并且开始计票。7点美东地区（如印第安纳、肯塔基等州）投票站率先关闭，开始计票。8点至10点美东及美中主要摇摆州（如宾夕法尼亚、佐治亚、北卡罗来纳、密歇根、威斯康星等）投票站陆续关闭，首批出口民调与初步计票结果公布。12点至14点美西地区（如加利福尼亚、华盛顿、阿拉斯加、夏威夷）投票站关闭。如果选情没有出现极度胶着的情况，**众议院或参议院的控制权归属通常会在此时段内初见端倪。**

11月5日—11月中旬：如部分关键选区（如加利福尼亚、亚利桑那、内华达等）选票差距极小，或邮寄选票占比极高，最终结果可能需要数天乃至一周以上的时间才能完全确认。

11月中旬—12月中旬：各州选举委员会清点所有合格选票（包括海外军人选票等），并处理可能的重新计票申请或诉讼，随后官方正式认证本州的中期选举结果。部分特殊州：如路易斯安那州若无候选人得票过半，将在美当地12月12日（北京时间12月13日）举行决选，为本次选举最后一轮投票。

2027年1月3日：新一届（第120届）国会正式宣誓就职，参众两院新议员履新，新国会权力格局正式生效。

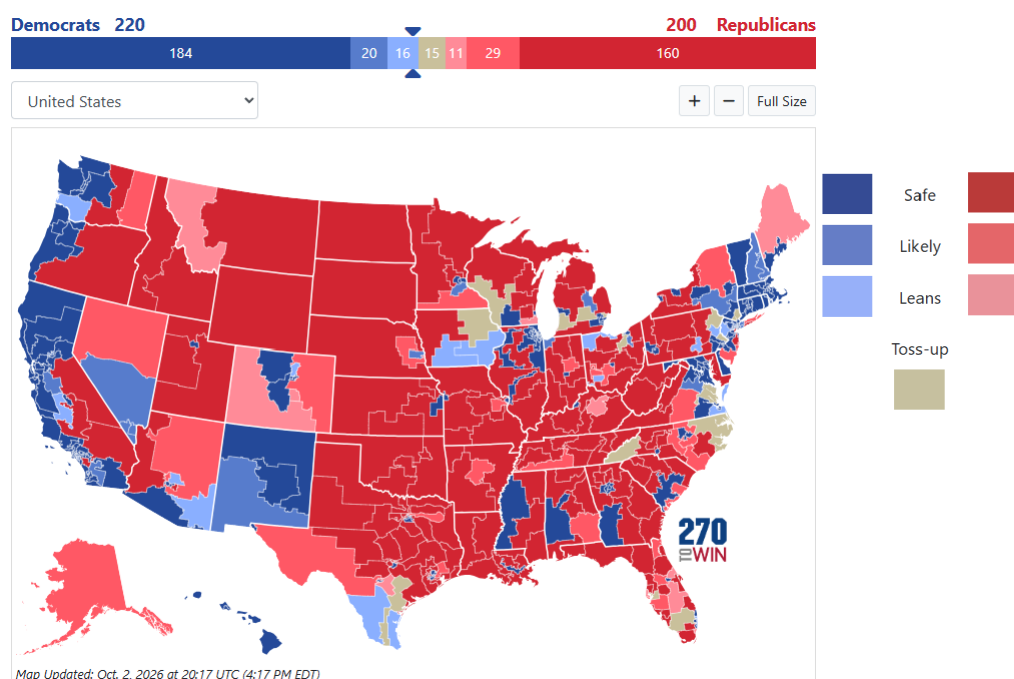
2. 美国中期选举选情前瞻

2.1 众议院前瞻：民主党领先优势扩大

从当前预测优势席位统计数量看，民主党有望超过赢下众院所需的218席。截至10月初，根据270toWin网站的统计，本次中选民主党与共和党的预测优势

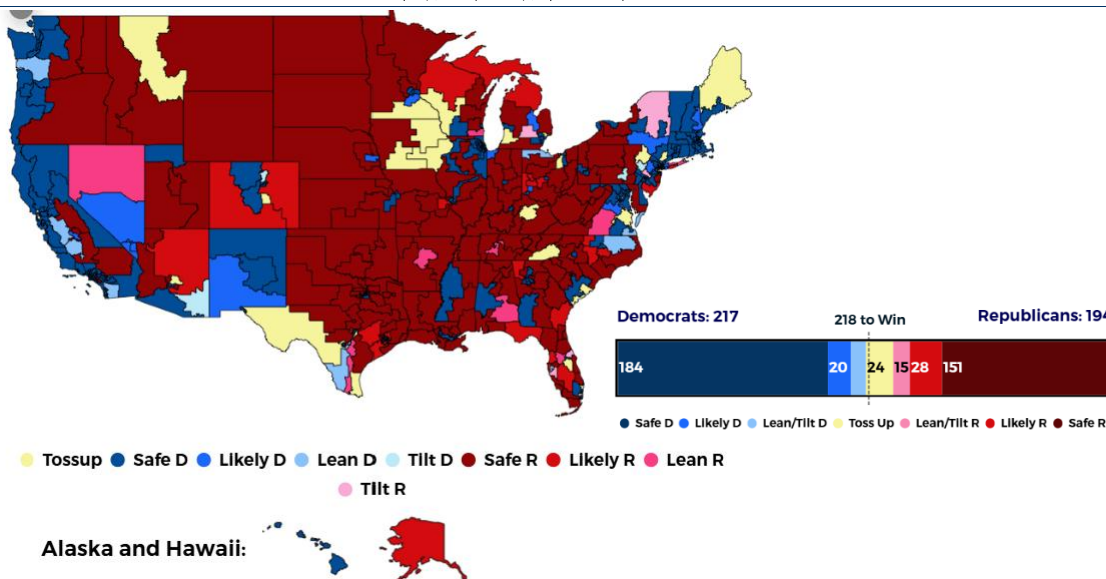
席位分别为 220 席和 200 席，民主党的优势席位数较半年前（当时大约占 210 席）明显扩大。根据预计的领先优势程度划分，民主党 220 席中有 184 席为“安全席”（Safe，胜选概率>95%），20 席为“稳妥席”（Likely，胜选概率>75%），16 席为“占优席”（Leans，胜选概率>60%）。而共和党这边，安全席、稳妥席、占优席分别为 160 席、29 席和 11 席。剩余 15 席为“摇摆席”（Toss up，双方差距在 10%以内）。RacetotheWH 网站则认为民主党与共和党的优势席位分别为 217 席对 194 席，同样是民主党大幅领先。

图 1：270toWin 网站关于美国众议院中期选举预期席位分布



资料来源：270toWin.com

图 2：RacetotheWH 网站关于美国众议院中期选举预期席位分布



数据来源：RacetotheWH.com

即便是在 15 个摇摆选区，共和党的胜率依旧偏低。从摇摆选区的微观结构来看，处于民主党防守状态（即现任议员为民主党）的仅有 3 个，其中 2 个选区为寻求连任，Polymarket 显示民主党均保持优势。而在剩下的 11 个共和党防守选区内，9 个为共和党现议员寻求连任，且上届总统大选多为共和党获胜，但 Polymarket 显示目前其中大部分都已由民主党转为领先。

表 1：众议院 15 个摇摆选区（Toss up）情况汇总

选举区名	防守方 党派	挑战方 党派	上届选举优势 from 270toWin	民主党胜率 from Polymarket
北卡 01 区 NC-01	Don Davis 民主党（寻求连任）	Laurie Buckhout 共和党	N/A（众议院） R+11.5%（大选）	68%
北卡 11 区 NC-11	Jamie Ager 民主党	Jennifer Balkcom 共和党	R+13.5%（众议院） R+9.5%（大选）	76%
佛罗里达 14 区 FL-14	Kathy Castor 民主党（寻求连任）	Mike Beltran 共和党	N/A（众议院） R+10.5%（大选）	68%
佛罗里达 22 区* FL-22	Pia Dandiya 民主党	Casey Askar 共和党	N/A（众议院） R+10.2%（大选）	55%
艾奥瓦 02 区 IA-02	Joe Mitchell 共和党	Lindsay James 民主党	R+15.6%（众议院） R+9.9%（大选）	57%
密歇根 04 区 MI-04	Bill Huizenga 共和党（寻求连任）	Sean McCann 民主党	R+11.7%（众议院） R+5.5%（大选）	47%
密歇根 07 区 MI-07	Tom Barrett 共和党（寻求连任）	William Lawrence 民主党	R+3.7%（众议院） R+1.2%（大选）	65%
密歇根 10 区 MI-10	Michael Bouchard 共和党	Christina Hines 民主党	R+6.1%（众议院） R+6.5%（大选）	65%
纽约 17 区 NY-10	Michael Lawler 共和党（寻求连任）	Cait Conley 民主党	R+6.3%（众议院） D+0.5%（大选）	60%
俄亥俄 07 区 OH-10	Max Miller 共和党（寻求连任）	Brian Poindexter 民主党	N/A（众议院） R+11.0%（大选）	81%
宾夕法尼亚 01 区 PA-01	Brian Fitzpatrick 共和党（寻求连任）	Bob Harvie 民主党	R+12.8%（众议院） D+0.3%（大选）	37%
宾夕法尼亚 08 区 PA-08	Rob Bresnahan 共和党（寻求连任）	Paige Cignetti 民主党	R+1.6%（众议院） R+8.4%（大选）	72%
德克萨斯 15 区 DX-08	Monica De La Cruz 共和党（寻求连任）	Bobby Pulido 民主党	N/A（众议院） R+17.8%（大选）	81%
弗吉尼亚 01 区 VA-01	Rob Wittman 共和党（寻求连任）	Shannon Taylor 民主党	R+12.8%（众议院） R+4.9%（大选）	55%
威斯康星 03 区 WI-03	Derrick Van Orden 共和党（寻求连任）	Rebecca Cooke 民主党	R+2.7%（众议院） R+7.3%（大选）	74%

资料来源：270toWin, Polymarket, 数据提取时间为 2026.10.15

注：*佛罗里达 22 区现在议员为空缺状态，所以不分防守方与挑战方

之所以形成这种“历史偏红，现今偏蓝”的局面，主要源于“中期选举执政党惩罚”机制，即中期选举本质是对现任总统执政表现的全民公投，若选民对通胀、移民、地缘政治等议题不满，全国性民意将压过共和党现任议员在个人地区的民意基础。不过仍需注意的是，Polymarket 为预测交易市场，价格主要反映交易者预期，并非民调真值，易受交易情绪扰动。

此外，上届选举优势显示为“N/A”的选区之所以缺乏数据，主因选区经过了重新划分。共和党州议会在划界时，为了尽可能多拿席位，往往采取了“打包与稀释（Packing & Cracking）”策略，将共和党优势摊薄到更多选区中。这反而可能导致共和党在单个选区的安全垫变薄，极易在全国宏观逆风的大势下被一鼓作气翻盘。

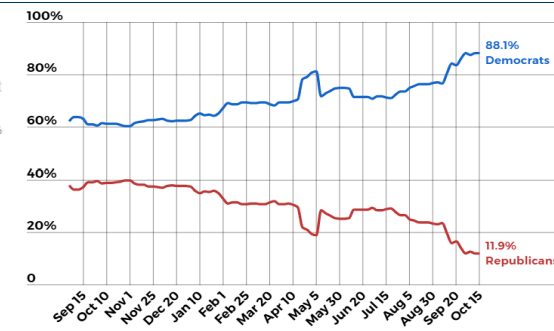
整体而言，由于目前民主党在众院已累计巨大优势，市场给出的赢面已超过 90%。其中，Polymarket 网站给出的民主党拿下众议院的概率为 91%，RacetotheWH 网站则给出了 88.1% 的民主党获胜概率，最终获得的席位数量可能超过 230 席。

图 3：众议院获胜概率走势（Polymarket）



资料来源：Polymarket.com

图 4：众议院获胜概率走势（RacetotheWH）

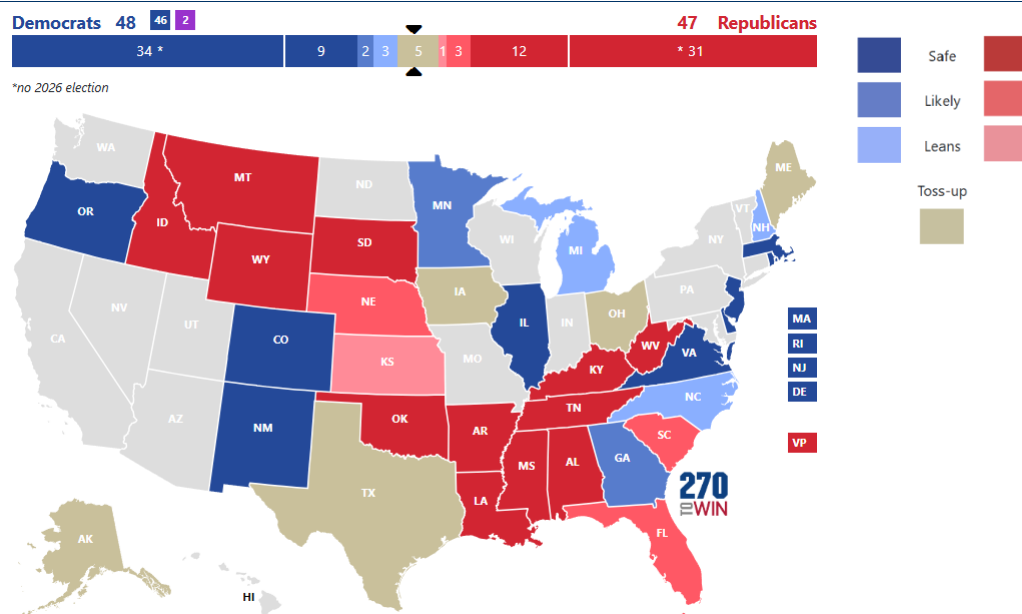


资料来源：RacetotheWH.com

2.2 参议院前瞻：民主党由落后转为领先

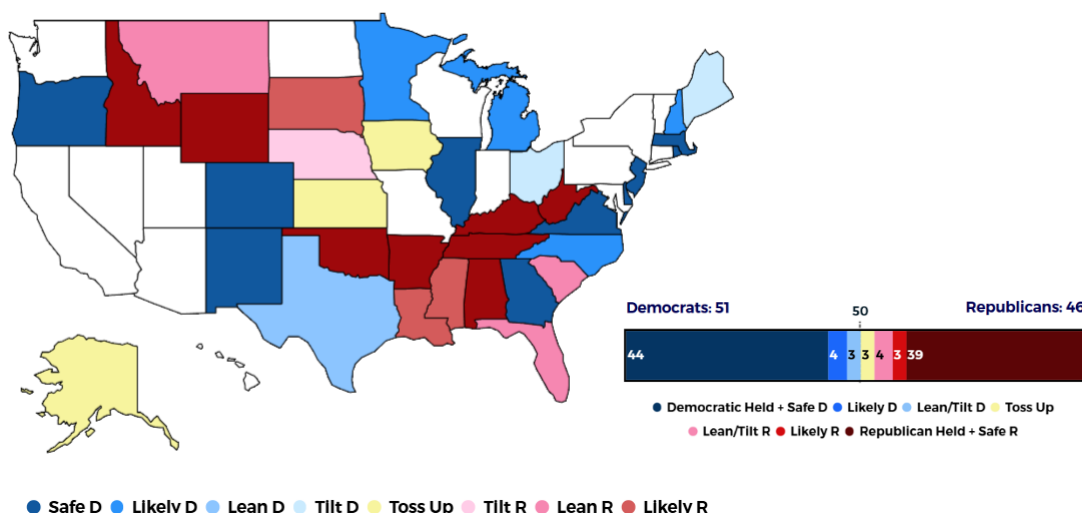
7 月以来，民主党在参议院逐步由落后转为领先。不过相比于全面承压的众议院，共和党在参议院的落后程度相对较浅，仍有一拼的希望。截至 10 月初，根据 270toWin 网站的统计，参议院民主党与共和党的预测优势席位分别为 48 席和 47 席，民主党仅暂时领先一席。相比之下，RacetotheWH 网站则预计民主党与共和党的优势席位分别为 51 席和 46 席，民主党的领先优势更大。相比 270toWin 网站，RacetotheWH 网站认为德克萨斯州、俄亥俄州与缅因州已不再是摇摆州，而是民主党“占优”，堪萨斯州则不再是共和党“占优”，而归入摇摆州，因此统计结果要更有利于民主党。

图 5：270toWin 网站关于美国参议院中期选举席位预期席位优势图



数据来源：270toWin.com

图 6：RacetotheWH 网站关于美国参议院中期选举席位预期席位优势图



数据来源：RacetotheWH.com

民主党在传统摇摆州的防守中保持稳健。本次民主党共需防守 35 席中的 13 席，其中 3 席在传统摇摆州，10 席位于传统蓝州。目前来看，民主党需要重点防守的密歇根州（MI）基本无碍，无论从平均民调和两大网站的预测概率来看，自 8 月中旬以来领先优势均持续扩大。另外两个曾需要防守的传统摇摆州（佐治亚州 GA 和明尼苏达州 MN）席位，由于全过程保持优势，且波动极小甚至已不再视为本次中选的摇摆州。目前看民主党守住全部 13 席的希望较大。

共和党在主要摇摆州的防守中压力较大。本次共和党需要防守 35 席中的 22 席，其中 3 个是传统摇摆州，分别为艾奥瓦州（IA）、俄亥俄州（OH）以及北卡罗

莱纳州（NC）。从目前来看，北卡罗莱纳州的共和党参选人 Michael Whatley 落后于民主党推出的高人气前州长 Roy Cooper，预计大概率被民主党“翻蓝”。
俄亥俄州也处在落后局面，因万斯离任而上任的 Jon Husted 根基不稳，逊色于民主党高人气资深政客 Sherrod Brown。仅**艾奥瓦州**相对胶着，两党处在相对均势。

在另外 3 个传统红州里，共和党的防守局势出现分化。**德克萨斯州（TX）**作为深红大本营，有被民主党成功翻蓝的危险。随着奥斯汀、休斯敦等大都市圈的快速扩容以及拉丁裔/青年选民的增长，民主党推出了备受关注的年轻州众议员 James Talarico，并小幅领先较具争议的共和党候选人总检察长 Ken Paxton。**阿拉斯加州（AK）**虽然为传统红州，但具有大量的无党派独立选民，民主党候选人 Mary Peltola 作为前国会众议员，在当地独立选民和原住民群体中拥有极高的跨党派号召力，并成功领先寻求连任的共和党议员 Dan Sullivan。**堪萨斯州（KS）**作为铁杆红州，也面临来自民主党的巨大威胁，但目前共和党寻求连任的 Roger Marshall 在获胜概率上依旧微弱领先于民主党候选人 Adam Hamilton。

表 2：参议院中期选举八大关键州的情况

摇摆州名	防守方 党派	挑战者 党派	民主党胜率 Polymarket	民主党胜率 RacetotheWH	民调差距
阿拉斯加州 (AK)	Dan Sullivan 共和党（寻求连任）	Mary Peltola 民主党	74%	58.4%	D+2.4%
艾奥瓦州 (IA)	Ashley Hinson 共和党	Josh Turek 民主党	43%	56.1%	D+0.5%
堪萨斯州 (KS)	Roger Marshall 共和党（寻求连任）	Adam Hamilton 民主党	37%	48.7%	D+1.2%
缅因州 (ME)	Susan Collins 共和党（寻求连任）	Troy Jackson 民主党	60%	70.1%	D+2.0%
俄亥俄州 (OH)	Jon Husted 共和党（替代万斯）	Sherrod Brown 民主党	62%	69.0%	D+3.1%
德克萨斯州 (TX)	Ken Paxton 共和党	James Talarico 民主党	63%	78.3	D+3.0%
北卡罗来纳 (NC)	Michael Whatley 共和党	Roy Cooper 民主党	96%	92.9%	D+10.0%
密歇根州 (MI)	Abdul El-Sayed 民主党	Mike Rogers 共和党	69%	85.9%	D+3.0%

资料来源：根据公开信息整理，数据截至 2026 年 10 月 13 日

传统“蓝州红议长”的缅因州也已落后。缅因州（ME）相对特殊，本身偏蓝，但身为共和党的 Susan Collins 长期以跨党派温和派形象在当地深耕，并已是第

五次出任该州参议员，属于共和党防守方。但本次中选面对民主党挑战者（前州参议院议长 Troy Jackson）的强力冲击，也已面临落后压力。

综合来看，民主党从共和党手中攻下 4 个以上席位的可能性较大。目前看民主党可能攻下的 5 个席位按概率依次属于北卡罗来纳州（NC）、缅因州（ME）、俄亥俄州（OH）、阿拉斯加州（AK）和德克萨斯州（TX），而艾奥瓦州（IA）和堪萨斯州（KS）则不确定性较大。

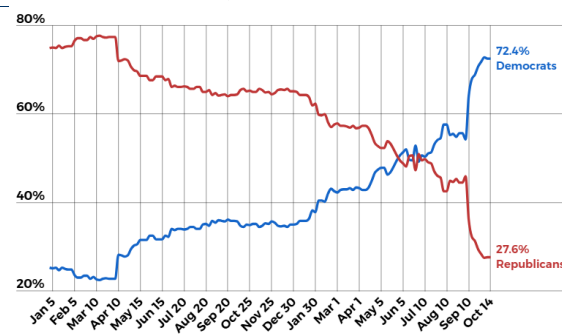
目前 Polymarket 网站给出的民主党拿下参议院的概率为 64%，且自 8 月中旬以来实现反超。而 RacetotheWH 网站则给出了 72.4% 的民主党获胜概率，预计最终获得的席位数量则在 50-56 之间（中位数 53）。

图 7：参议院获胜概率走势（Polymarket）



资料来源：Polymarket.com

图 8：参议院获胜概率走势（RacetotheWH）



资料来源：RacetotheWH.com

不过需要注意的是，历史上民调与选举预测均曾出现显著误差，本次选情并非定局，共和党仍存在守住参议院多数的机会。选举冲刺阶段，特朗普可能在核心摇摆州密集造势、联合竞选委员会加大广告投放，并通过政策表态、舆论动员强化基本盘投票意愿，以通胀、移民和国会弹劾风险等议题动员基本盘。若共和党成功激活核心支持者投票率，民主党翻转预期或将受挫，参议院控制权悬念或将维持至计票后期。

3. 共和党皆失两院的风险情景分析

参照 Polymarket 的最新资金预计情况，民主党在中期选举横扫（Democratic Sweep）的概率已达到 62%，随后才是民主党夺下众议院、共和党守住参议院的情景，概率为 28%。相比 2026 年中市场主流预计的共和党仅丢失众议院，最终出现两院皆失情况的概率已显著增加，一旦前一种情况出现，将对特朗普政府政策执行力与行政路径产生深刻影响，也将对全球市场形成冲击。

图 9：参议院获胜概率走势（Polymarket）



资料来源：Polymarket.com

3.1 共和党两院皆失对特朗普政府施政的影响

一是行政与司法任命层面被迫冻结。在仅丢失众议院的情况下，特朗普依然可以任命内阁部长、大使，继续提名并由参议院快速通过保守派联邦法官。而若两院皆失，民主党控制的参议院将大幅限制保守派法官的任命通道，不仅最高法院若出现空缺将难以任命保守派继任者，大量的巡回法院和地方法院法官提名也可能被长期搁置或否决。若有内阁部长辞职或被解雇，民主党控制的参议院将严格审核乃至否决特朗普提名的忠诚派接班人，严重削弱联邦政府的治理合法性与行政效率。

二是税收政策、债务上限与政府关门博弈加剧。若仅丢失众议院，特朗普在财政议题谈判中仍保有筹码，能够阻止民主党推动大规模增税法案落地。而一旦两院皆失，民主党可提出新的税收法案，包括上调高净值人群、大型跨国企业税负，或是撤销《大美丽法案》中新增设的税收减免项目。不过若民主党仅取得微弱多数，无法凑齐两院三分之二票数推翻总统否决，相关增税法案仍将被特朗普否决。此外，民主党可借助年度拨款法案削减边境墙等白宫优先项目资金，增加社会福利、绿色能源相关支出。预算、债务上限博弈将更加激烈，联邦政府停摆风险显著抬升。

三是行政命令将面临更多外部制衡。在失去国会控制权后，立法手段受限，特朗普必然转向更多行政命令的使用，包括关税等重要的政治“武器”。而在两院皆失的情况下，国会可以通过立法试图限制或终止行政令。不过相关法案将遭遇总统否决，只有民主党取得两院三分之二超多数，才能够推翻否决、正式废除行政令，单纯简单多数决议更多是政治表态。与此同时，蓝州总检察长、

地方机构会持续在联邦法院起诉单边关税与行政令，挑战其合法性。国会也可通过预算削减、调查听证等方式增加白宫在诉讼层面的政治压力。

四是总统面临更大的国会弹劾风险。若共和党仅丢失众议院，国会若发动弹劾案，会遭到参议院的迅速打压和否决，无法造成实质性政治伤害。若两院皆失，民主党将同时利用两院委员会对特朗普家族商业往来、司法部独立性、行政干预以及白宫决策过程展开深度调查。众议院一旦弹劾案后，参议院将举行正式的弹劾审判。虽然民主党很难拿到定罪所需的三分之二多数（67席），但长时间的参议院公开审判将大量消耗特朗普政府后半程的政治注意力与行政资源。

五是外交与贸易政策或更倾向单边激进选项。若两院皆失，特朗普内政立法空间被显著压缩，大概率转向总统拥有更大单边自由度的外交、贸易领域。依托无需国会立法批准的关税工具、国际制裁与强硬外交表态，塑造强人政治形象，巩固基本盘。因此，两院尽失的情景下，存在特朗普出台突发性、更强硬单边贸易措施（例如全球性基础关税）的可能性。当然，这类单边关税同样会面临司法诉讼约束，并非完全不受限制。

六是共和党内部的团结阵线将面临动摇，党内裂痕可能扩大。若两院皆失，共和党建制派/传统保守派或对特朗普进行切割，公开挑战特朗普的领导合法性，甚至开始布局“后特朗普时代”的领导层。而共和党实用主义派（万斯、德桑蒂斯等）可能表面维护但暗中解绑，顺从基本盘民意，但不再盲目为白宫的具体政策背书。而硬核 MAGA 派则保持极端拥护，将失败归咎于“深层政府”或党内叛徒，引发党内裂隙扩大。

3.2 共和党两院皆失对全球主要资产的影响

美股：科技面临压力，传统板块分化。科技板块方面，民主党参众两院可推进立法，上调大企业/资本利得税、强化科技反垄断、对 AI 模型与算力资本开支增加监管约束；参议院人事确认权转移，监管机构更容易填充偏鹰派官员。**传统板块方面**，市场定价企业税负上行风险，金融、传统大企业盈利预期下修；能源板块承压（国会可限制油气补贴、收紧油气审批资金）；但绿色能源、医疗板块相对受益，民主党更容易推动相应补贴。

美债收益率：短期有望下行，但长期取决于通胀与美联储。短期风险偏好回落，避险资金有望涌入美债。市场预期特朗普内政受阻、财政大规模扩张难以落地，

长期赤字压力边际缓和。但长期而言，美债收益率依旧主要受到美国经济与通胀前景影响，美联储政策仍是决定性变量。

原油：波动加大，方向难以明确。民主党国会倾向约束传统油气开发补贴、收紧化石能源政策；但若对科技投资严监管，美国经济前景转弱，原油需求或有所下滑。另一方面，内政受限下，特朗普更倾向用关税、中东强硬表态制造地缘扰动，带来反向脉冲。综合而言，油价波动放大；但整体方向上供需基本面仍是主逻辑。

黄金：整体偏向利好。一方面美国政治内耗显著增加，弹劾、持续调查抬升政策不确定性，导致金价的避险溢价上行。另一方面，若 AI 投资下行，美国增长预期下调，美元走弱，实际利率预期边际回落，将利好贵金属。

美元指数：强美元叙事或弱化。市场或定价强美元叙事弱化，以及美国国内政策僵局、增长预期下修，各国对特朗普承诺的加大美国本土投资或更加犹豫，资本也可能从美元资产外流。此外美债收益率若下行也将对美元形成压制。

亚洲股市：日韩偏利空，A 股与港股以国内基本面、国内稳增长政策为主。日韩方面，美股风险偏好下行拖累风险资产；特朗普内政受限，更倾向单边关税与贸易强硬动作，日韩出口产业链（芯片、汽车）面临更大不确定性。中国资产长期仍以国内基本面、国内稳增长政策为主，短期可能受到外部传导和情绪扰动影响。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。