浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

策略主题研究：民主党赢得参众两院，选后大类资产如何再定价？

11 月 4 日，美国中期选举结果基本确定，民主党阵营在参议院和众议院均已锁定多数，尽管最终席次仍待计票。目前，选举本身的不确定性已经出清，但立法与行政之间的对立将使政策路径的不确定性上升。我们在选前曾复盘了 1978 年以来历次中选并分情景进行深度分析，本篇报告我们结合之前的回测结果，并引入 1994 年的案例，梳理中期选举后美股的演绎路径，并提出大类资产与板块配置建议。

- **选举不确定性出清，市场先抑后扬。**11 月 4 日，民主党同时拿下参众两院，并在多个传统共和党州实现突破。美股期货与日韩股市在计票初期一度明显下跌，横扫结果基本确定后随即反弹。截至北京时间 16 时，美股三大指数期货跌幅基本收复。我们认为，选举结果基本符合市场预期，早盘波动主要源于仓位调整。民主党虽掌控两院，但法案仍需总统签署才能生效，在当前席位格局下推翻总统否决难以达成，市场对 AI 监管立法的担忧也因此降温。美元走弱、美债收益率小幅下行、黄金重回每盎司 4,000 美元上方，方向上均指向财政扩张受限。
- **政策路径的不确定性反而上升。**民主党将获得立法议程、拨款权与监督的主导权，但白宫仍保留阻止立法生效的能力，大规模、单一党派主导的减税或增税都将更难落地。财政扩张空间收窄，但预算僵局带来的扰动将更加频繁，完整的国会监督权或明显加大政治噪音，部分数据中心的开工节奏也有放缓风险。相比之下，贸易、外交与移民政策仍保留行政延续性。政策不确定性的上升或在中期加大资产的波动。
- **历史上反对党控两院后三个月：美股>美债>美元>大宗商品，**但本轮美股弹性或弱于历史。从利率周期看，1994 年与当前最为相似：选举发生在加息周期中，十年期美债收益率在选前一天见顶，选后美股先跌后涨，修复明显慢于美债。当前美股估值高于历史样本的平均起点，美联储仍处于加息周期，1994 年的路径有望重演，但时间可能被拉长。
- **选后大类资产配置前瞻：美股>美债>黄金>美元>原油。**选举不确定性出清，叠加低估值和高盈利，美股有望在年底前迎来阶段性结构性修复行情。新增财政扩张预期降低将约束美债收益率的上行空间，但民主党横扫两院的结果符合市场预期，叠加国债供给压力并未明显减轻，收益率下行幅度或有限。美元短期或偏弱震荡。黄金短期仍受加息与高油价压制。原油的地缘溢价有望逐步回落。**板块上，**预计医疗服务、电网与公用事业、必选消费和银行板块相对受益。而依赖政策红利的国防军工、大型药企与传统能源板块可能相对承压。对于 AI 主线，AI 投资周期不会因国会更替而结束，近期板块调整更多源于对资本开支回报的重新审视，可聚焦盈利兑现确定性更强的标的。
- **美国中期选举对中国市场短期影响有限。**中国市场仍主要受国内政策周期与流动性环境影响。美国对华关税与科技限制主要依赖行政授权，国会控制权易手难以改变对华政策方向。港股与美股联动性较强，且历史上在中期选举后逐步走强，但需留意港股对美债利率和美元流动性的敏感性偏高。A 股的本土定价属性突出，在外部扰动阶段往往更具韧性。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨
首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2026 年 11 月 4 日

相关报告：

策略主题研究：美国中期选举临近，如何调整资产配置？（2026-08-21）

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

美国中期选举结果落地，但政策路径不确定性上升 3

历史复盘：反对党控两院下的资产表现 5

- 复盘 1994 年中期选举：加息周期中的反对党掌控两院 6

本次中期选举后应如何调整大类资产配置？ 7

美国中期选举对中国市场短期影响有限 9

图表目录

图表 1：民主党与共和党的财政政见对比 4
图表 2：历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后各类资产走势 5
图表 3：历届美国中期选举反对党掌控两院后主要美元资产走势 5
图表 4：标普 500 指数前瞻市盈率 7
图表 5：纳斯达克指数前瞻市盈率 7
图表 6：中国股指与美股和美元在中期选举前后的联动性（Pearson 相关系数） 9

美国中期选举结果落地，但政策路径不确定性上升

民主党在美国中期选举中取得压倒性胜利。根据 BBC 统计，截至北京时间下午 19 点，民主党在参议院已经获得 54 个席位，在众议院赢得 228 席，均已锁定胜利。鉴于参议院席位任期为六年，本届中期选举的席位优势亦有可能直接影响 2028 年参议院的控制权格局。不仅如此，民主党亦在德克萨斯州、佐治亚州、俄亥俄州和艾奥瓦州等传统共和党重镇实现州长选举突破。此前，我们发布报告复盘 1978 年以来历次中期选举前后大类资产的表现并重点分析中期选举三种情景。根据最新中期选举结果，我们在此更新影响分析。

选举结果基本符合市场预期，股市波动或源于仓位调整。选前预测市场对民主党横扫两院的定价已接近七成，因此结果本身并不意外。真正超出预期的是民主党的胜幅，尤其是在多个传统红州拿下参议院席位，这使此前未充分按横扫情景布局的仓位需要在短时间内调整。计票初期，民主党在多个关键州的领先超出预期，美股期货一度快速转跌，以 AI 产业链为主的日本与韩国股市盘中跌幅一度近 4%。北京时间 11 月 4 日中午前后，民主党同时拿下两院的结果基本确定，各主要股指随即明显反弹。截至北京时间 11 月 4 日 16 时，标普 500 指数期货与纳斯达克 100 指数期货分别仅下跌 0.14%和 0.13%，道琼斯指数期货上涨 0.10%，跌幅基本收复。日经 225 指数收跌 1.42%，跌幅较盘中大幅收窄，韩国 KOSPI 指数则转为收涨 0.62%。市场走势体现了中期选举不确定性的出清，仓位调整完成之后，市场迅速回到基本面定价。民主党虽然同时掌控参众两院，但所有法案仍需总统签署才能生效，而推翻否决所需的三分之二多数在当前席位下难以达成，此前市场对 AI 监管立法的担忧也因此有所降温。

债市与汇市的反应方向上指向财政扩张受限，但幅度有限。计票期间美元兑主要货币普遍走弱，十年期美债收益率早盘一度下行约 7 个基点至 4.89%附近，随后降幅收窄，北京时间午后约下行 2 个基点，仍处于 4.9%以上的高位。这反映债市交易的是赤字扩张受到约束，而不是财政僵局推高利率，财政僵局对利率的冲击更可能出现在 2027 年的债务上限谈判阶段。但降幅有限也说明，在加息周期尚未结束的背景下，长端利率的下行空间仍受制约。贵金属的反应更为积极，在美元走弱与美债收益率下行的带动下，现货黄金上涨，重回每盎司 4,000 美元上方，白银涨幅接近 4%。原油则小幅回落，布伦特原油仍在每桶 103 美元附近。

中期选举不确定性出清，有利于风险偏好修复。选前投资者同时为分裂国会、民主党横扫与共和党守住两院等多种组合做对冲，选举悬念消除之后，这部分对冲需求将逐步退出，资金也将重新回到基本面定价。从历史经验看，在反对党控两院的情景下，VIX 指数选后三个月与半年平均回落 1.7 点和 3.8 点，标普 500 指数选后三个月和半年均录得正回报。

政策路径不确定性上升。根据我们的首席宏观分析师金晓雯的分析，民主党将获得立法议程、拨款权与监督的主导权，白宫仍保留阻止立法生效的能力。推翻总统否决需两院各自达到三分之二票数，在当前情况下或难以达成。大规模、单一党派主导的减税或增税都更难落地，政策变化首先表现为实施速度和条款结构的调整。财政扩张空间收窄，但预算僵局带来的扰动将更加频繁。完整的国会监督权或是受政治冲击最大的部分，政治噪音或明显加大。AI 投资周期方向不变，但部分数据中心开工节奏有减慢风险。人事确认或受阻，但对美联储短期政策的影响有限。

相比之下，贸易、外交与移民政策保留行政延续性。这些政策主要依赖行政授权，受国会掣肘较小。而对华政策在两党之间本就存在较强共识，国会控制权易手也不会改变其大方向。总的来说，中期选举不确定性出清将有利于大盘修复，而政策路径的不确定性则对 AI 资本开支、国防、金融与能源等政策敏感板块有一定负面影响。因此，我们预计选后美股大盘有望企稳回升，板块分化加剧，那些依赖政策红利的板块修复将慢于受益于政策方向转变的板块。

图表 1：民主党与共和党的财政政见对比

财政议题	民主党主要主张	共和党及特朗普政府主要主张	民主党国会下的可能结果
个人和企业税收	倾向对高收入人群、大企业提高税负或减少税收优惠，同时支持中低收入家庭税收抵免	倾向维持现有减税，支持企业投资抵扣及面向工薪阶层的定向减税	共和党新增大规模减税较难推进；民主党提出的大规模加税也很难获得总统签署，但局部抵扣和筹资条款可谈
医疗保障	优先恢复加强型 ACA 保费税收抵免，并争取撤销或推迟 Medicaid 限制	更强调资格审查、工作要求、控制联邦支出及替代性保险选择	医疗负担是民主党首要谈判议题；较可能争取局部或临时调整，可能成为拨款或其他法案的交换条件，全面撤销相关条款难度较大
食品和其他社会保障	倾向保护低收入家庭的食品补助，并反对部分削减措施	倾向收紧部分资格条件、加强工作要求，并将部分成本转给州政府	民主党会争取减轻或延后削减，但需要新的跨党派立法
国防与移民执法	不同意无条件扩大部分移民执法拨款，更重视监督；国防问题上党内存在分歧	倾向增加国防、边境和移民执法资源	新增拨款规模和使用条件将成为谈判重点；部分已获多年期资金的项目不能仅靠年度拨款撤销
产业与能源	争取清洁能源、基础设施及就业支持	支持扩大油气开发、简化能源项目审批，并缩减部分清洁能源税收优惠。	输电扩容和许可改革有跨党合作空间，新增清洁能源补贴和税惠仍需与白宫协商

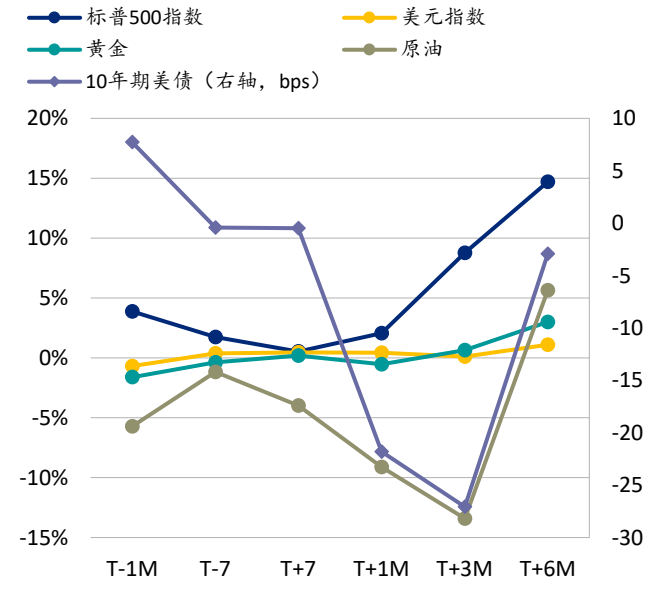
资料来源：浦银国际

历史复盘：反对党控两院下的资产表现

过往反对党控两院，中期选举结束后三个月内：美股>美债>美元>大宗商品。1978 年以来的 12 次中期选举中，共有 6 次形成反对党同时控制参众两院的格局，分别为 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年。在这个情景下，中期选举结束后三个月内，主要资产的绝对回报大致呈现为美股领先、美债次之、美元基本持平、大宗商品最弱的格局。标普 500 指数选后三个月与半年平均上涨约 8.8%与 14.7%，纳斯达克的弹性更为突出，选后半年平均涨幅超过两成。VIX 指数在中期选举后呈现回落态势，显示市场波动度降低。美债在这一情景下较其他情景表现更强，十年期收益率选后三个月平均下行约 27 个基点，对应债券价格明显上涨。美元指数在选后基本走平，略偏升值。大宗商品在这个情景下明显偏弱，黄金与白银选后三个月接近零涨幅，原油与铜跌幅明显（图表 2-3）。

然而，本轮美股的弹性可能弱于历史均值。历史上美股的高弹性有其特定条件。在上述样本中，选举日标普 500 指数的前瞻市盈率平均约为 15.5 倍，而且美联储大多处于宽松或观望阶段。1998 年是唯一一次估值起点超过 20 倍的样本，但当时美联储在选前选后连续降息，为美股提供了支撑。1994 年是唯一一次在加息周期中发生的样本，选后三个月的美股涨幅在 6 次样本中仅高于 2014 年。当前标普 500 指数前瞻市盈率约 18.3 倍，高于历史样本的平均水平，且美联储仍处于加息周期，这两点都意味着本轮美股的弹性可能弱于历史均值。

图表 2：历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后各类资产走势



注：基于 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年美国中期选举后数据。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：历届美国中期选举反对党掌控两院后主要美元资产走势

资产分类	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
标普 500 指数	0.0%	0.5%	2.1%	8.8%	14.7%
纳斯达克指数	0.2%	1.8%	3.0%	14.8%	21.5%
道琼斯指数	0.0%	0.8%	1.6%	7.6%	15.6%
罗素 2000	0.3%	1.1%	1.3%	9.2%	15.1%
VIX 指数	0.1	-1.5	-0.9	-1.7	-3.8
美元指数	0.3%	0.5%	0.4%	0.1%	1.1%
白银	-1.2%	0.8%	-1.4%	0.9%	11.4%
黄金	-0.4%	0.2%	-0.5%	0.6%	3.0%
铜	-0.2%	-0.3%	-1.3%	-9.0%	2.4%
原油	0.2%	-4.0%	-9.1%	-13.4%	5.7%
十年美债	2.1	-0.5	-21.8	-27.1	-2.9
两年期美债	3.6	8.4	1.7	-1.1	8.2

注：基于 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年中期选举后数据。VIX 变动为点位变动，债券变动为基点（bps）。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 复盘 1994 年中期选举：加息周期中的反对党掌控两院

从利率周期看，1994 年中期选举与当前有一定相似之处。1994 年 11 月 8 日，共和党在克林顿首个任期的中期选举中同时夺回参众两院。当年美联储从 2 月开始加息，选举前已将联邦基金利率从 3.0%上调至 4.75%，选后一周（1994 年 11 月 15 日）又加息 75 个基点，并于 1995 年 2 月完成最后一次加息，将利率提升至 6.0%，随后在 1995 年 7 月转向降息。本次选举同样发生在加息周期之中，当前美联储在今年 9 月重启加息，10 月按兵不动但有两位官员投票主张加息，市场预期 12 月将再次加息。

1994 年选前，长端美债收益率大幅上行，并在选前一天见顶。受加息影响，十年期美债收益率从 1994 年初的约 5.9%持续上行，至选举前一天（1994 年 11 月 7 日）达到 8.03%的高点，选前三个月累计上行 70 个基点。选举之后，长端利率随即见顶回落，选后三个月与半年分别下行 47 个基点和 129 个基点。两年期美债收益率则继续跟随加息上行至 12 月下旬，收益率曲线先趋于平坦，随后在加息接近尾声时整体下行。

1994 年选后，美股先跌后涨，修复明显慢于美债。标普 500 指数在选后一个月下跌 4.3%，于 1994 年 12 月 8 日触及低点，选后三个月仅上涨 3.3%，直到选后半年才累计上涨 12.5%，纳斯达克指数的走势也与之类似。同期美元指数选后三个月上涨 2.4%，黄金与原油分别下跌 2.1%和 1.5%。在美联储加息接近尾声之前，美股难以摆脱利率的压制，一旦利率见顶，债市率先修复，美股随后跟进。

1994 年的经验对当下有参考意义，但存在关键差异。相似之处在于，中期选举均发生在加息周期中，选前长端利率大幅上行，反对党国会推动财政紧缩，且 1995 年底至 1996 年初曾引发政府“停摆”，这与当前的美债主线和 2027 年的财政博弈高度对应。差异在于，1994 年是通胀不高时的预防式加息，起点低、节奏快，约一年内加息 300 个基点后即宣告结束。本轮加息则主要由油价上涨与 AI 投资带来的通胀推动，美联储转向的时点仍难判断。因此，我们认为 1994 年中期选举后资产演绎的路径仍值得参考，美股选后修复过程中可能先经历波动，修复节奏或受美联储何时转向影响。

本次中期选举后应如何调整大类资产配置？

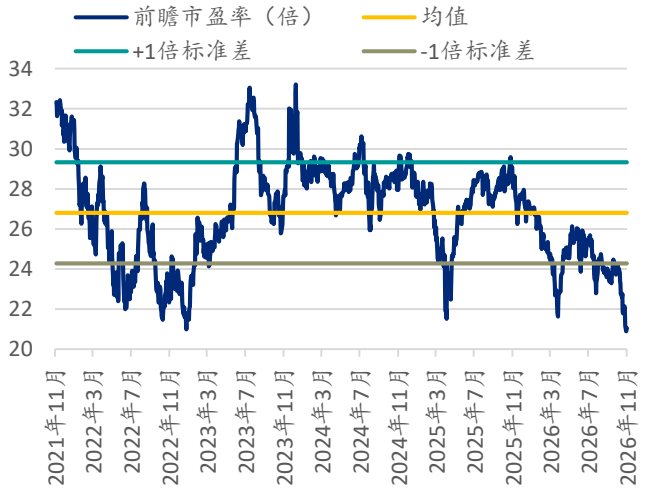
美股估值已明显回落，但仍受美联储政策制约。截至 11 月 3 日，标普 500 指数前瞻市盈率约 18.3 倍，接近过去五年均值负一倍标准差。纳斯达克指数前瞻市盈率约 21.0 倍，接近过去五年均值负两倍标准差，为 2022 年底以来的最低水平。但当前估值仍高于历史上反对党掌控两院样本的平均起点，叠加加息周期，或难以支撑历史均值那样的高弹性。美联储在 9 月重启加息，将联邦基金利率上调至 3.75%至 4.00%。根据联邦基金期货定价，市场目前计入 12 月加息的概率约为 77%，并预期本轮加息将在 2027 年三季度前后见顶，隐含的有效联邦基金利率高点约 4.47%，较当前约 3.88%还有约 60 个基点的上行空间，相当于两次以上加息。我们预计本轮加息的幅度将小于 1994 年，但主要由油价与 AI 投资带来的通胀驱动，加之主席沃什取消利率前瞻指引，何时结束加息的不确定性更大。另外，油价与地缘局势仍会对通胀预期形成扰动，也使美联储难以较快结束加息。

图表 4：标普 500 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 11 月 3 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：纳斯达克指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 11 月 3 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

选后大类资产配置前瞻：美股>美债>黄金>美元>原油。美股：选举不确定性出清，叠加估值回落至偏低水平，盈利预期持续上修，年底前或迎来阶段性修复行情。但在加息周期的约束下，修复更可能以结构性为主，非 AI 板块与盈利兑现确定性高的 AI 标的或率先受益。**美债：**民主党国会有助于降低新增财政扩张预期，约束美债收益率的上行空间，但民主党横扫两院的结果已是市场的基本假设，叠加国债供给压力并未明显减轻，收益率下行幅度或有限。若接下来油价推升通胀、美联储加息超预期，长端利率仍可能再度上行。**黄金：**有望受益于美元走弱，但短期仍受加息与高油价压制，弹性有限。**美元：**选后短期偏弱震荡，利差仍提供支撑，年底或温和走弱；但若油价或美联储政策超预期偏鹰，美元仍有再度走强的风险。**原油：**我们不认为地缘冲突将因两院控制权易手而迅速降温。今年年底前布伦特油价或在每桶 100 至 120 美元区间高位震荡，油价走势主要受地缘局势影响，而非选举结果驱动。

板块配置方面，利好更多来自估值、防御属性和中期谈判期权，而不是立即立法兑现，因为总统否决权使医保补贴延长、清洁能源激励等议程更可能成为 2027 年拨款与债务上限谈判筹码。相对而言，国会监督权、调查权与拨款审查权无需总统签署即可行使，因此利空板块受到的影响更直接。

相对利好的板块：医疗服务、电网与公用事业、必选消费和银行板块。医疗服务：估值处于低位并兼具防御属性，若医保补贴在财政谈判中延长，还有额外弹性。**电网与公用事业：**电网投资由电力供需缺口驱动，不依赖新增立法，加快电力建设也是两党可能妥协的方向。**清洁能源：**激励政策若在谈判中保留属额外利好，但选后股价已明显上涨，不宜追高。**必选消费：**在震荡环境中提供防御。**银行：**去监管放缓、监督趋严，但高利率环境仍支撑息差。**AI 主线：**投资周期不会因国会更替而结束，近期板块调整更多源于对资本开支回报的重新审视，可聚焦盈利兑现确定性更强的标的。

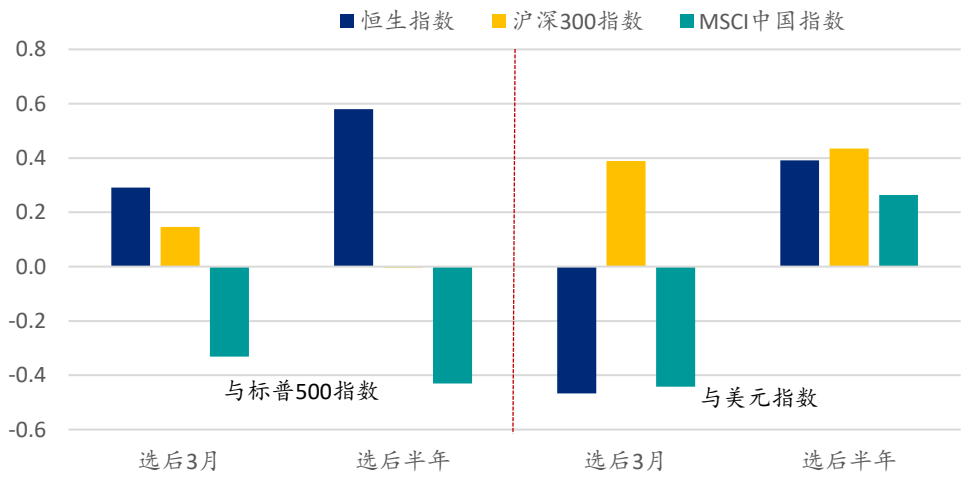
相对承压的板块：受国会监督与审查直接约束的板块。AI 数据中心链：2027 年尚未锁定电力、许可和税收优惠的新项目开工节奏或放缓，依赖数据中心用电增长的独立发电商亦可能受拖累。**国防军工：**拨款需两党妥协，项目推进或放缓，但影响更多在节奏而非方向。**大型药企：**药价可能成为跨党合作的方向，价格压力或上升。**加密资产：**可能面临国会调查。**传统能源：**缺少新的政策支持，相对表现更多取决于地缘局势。

美国中期选举对中国市场短期影响有限

美国中期选举对中国资产的影响较为间接。中国市场仍主要受国内政策周期与流动性环境影响。美国对华关税与科技限制主要依赖行政授权，且美国国会层面的对华立场已成为两党共识。民主党掌控国会后，对华议程的立法变化有限，但对科技与生物医药等领域的审查可能延续。中期选举更多改变的是美国内财政议程，难以扭转对华政策方向，以及贸易、科技竞争等长期变量，因此对中国资产的政策含义差异明显弱于美元资产。从中长期看，中国股票市场走势由经济基本面主导，中期选举结果并不是决定性因素。回顾历次美国中期选举年，表现最弱的阶段往往与通胀高企、加息周期或地缘冲突等宏观冲击有关。因此，美国中期选举对中国资产的影响，更多体现在离岸市场的风险偏好，以及外资短期流向的边际变化。

离岸市场对中期选举结果相对敏感，但中期选举结果对 A 股的影响有限。根据相关性分析，我们发现港股与美股的联动性较强且在中期选举后逐步走强，恒生指数与标普 500 指数的相关系数在选后进一步提升，选后三个月为+0.29、选后半年进一步升至+0.58。A 股则受中期选举影响有限，沪深 300 指数与标普 500 指数的相关系数在选后半年接近于零，本土定价属性突出（图表 6）。资金面上，当前外资对中国市场仍处于低配，港股的边际买盘更多来自南向资金，外资大幅流出的空间有限。而 A 股由于受全球周期扰动较小、资金盘较稳定、流动性较充裕，在外部扰动阶段往往比离岸股市更具韧性。复盘 1978 年以来的历届美国中期选举，美元兑人民币在选后三个月与半年的变动不大，平均下跌 0.1%。人民币的走向仍主要受中美利差、结售汇与央行政策等综合影响。近期，中国央行上调外汇存款准备金率以抑制人民币过快升值，人民币的走势仍主要取决于中美利差与政策因素。当人民币阶段性走弱时，A 股凭借相对稳定的资金盘与充裕的流动性，往往比离岸市场更具韧性。

图表 6：中国股指与美股和美元在中期选举前后的联动性（Pearson 相关系数）



注：恒生指数、沪深 300 指数、和 MSCI 中国指数的样本数分别为 12 次、6 次和 8 次。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼