下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年美国中期选举展望（1）：众议院的归属尚不明了

报告发布日期 2026 年 06 月 16 日

证券分析师
戴思崴 执业证书编号：S0860525040001
daisiwei@orientsec.com.cn
021-63326320
曹靖楠 执业证书编号：S0860520010001
caojingnan@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
年内中国-欧盟贸易摩擦风险边际上升 2026-06-12
特朗普有多重视中期选举？从特朗普干预得州初选说起：美国 2026 年中期选举跟踪 2026-06-08

研究结论

- 2026 年 11 月 3 日，美国国会参众两院将举行选举，改选众议院全部 435 个席位和参议院 35 个席位。本文是我们今年中期选举展望的第一篇，聚焦众议院选举结果和对市场的影响，我们也借本文推出我们第一版的众议院选举预测模型。
- 我们认为 2026 年共和党保留众议院多数议席的难度较大，但由于共和党在两党的选区重划竞争中暂居上风，导致我们认为 2026 年众议院选举结果暂时难以给出方向性的判断。
- **共和党想要在 2026 年保留众议院多数议席的难度较大。**首先，从历史经验来看，在中期选举年，总统党都会丢失议席。今年共和党在众议院的安全边际极低，即使我们尽可能高估其安全边际，共和党的安全边际也只有 2 个议席。当下，我们计量模型预测共和党可能会失去 8 个议席，导致共和党丧失众议院多数地位。我们现行版本的模型设定，与学界、市场上的主流模型思路一致，是一个几乎完全基于民调数据的模型（关于模型的更多讨论，请见附录）。
- **但是，我们基于民调的预测模型无法捕捉选区变化对选情的影响。**民调模型其实隐含一个假设，即本次选举中，选区经历的变化对于两党选情的影响是平等的，或者说，选区变化对选举而言是中性的。2026 年众议院选举的一大变数即是共和、民主两党在全美推进的选区重划竞争，两党均希望重塑选区，使得选区变化更利好本党。换言之，今年的选区变化可能不是中性的，会对两党选情造成影响，也会造成最后选举结果偏离我们上述的预测结果。
- **自 2025 年 8 月至今，两党选区重划竞争的阶段性结果是共和党占优。我们预期共和党已经通过选区重划在众议院内净赚 9 席，不仅抵消了我们基于民调的模型预测的丢失 8 席，还多了一席优势。因此，我们现在认为，2026 年众议院选举的结果难以判断。**第三方选举分析机构近期观点的变化也印证了我们的判断。展望后续，我们认为共和党可能通过选区重划，进一步扩大在选举中的边际优势。
- **展望后续，如果共和党失去了众议院多数，对市场有两重意义。**一是未来两年共和党在国会内推进单边议程的风险出清（例如金融去监管给美联储预留缩表空间，或进一步推进财政支出紧缩），国会政策的不确定性下降，二是未来两年政府停摆可能成为常态，市场可能因此出现财政担忧相关的“衰退交易”和“美元在岸流动性紧缩交易”。

风险提示

美国共和党在国会动作超预期的风险。当下我们认为 2026 年美国共和党在国会内抢跑改革的风险有限，但难以排除立法流程变化、引入市场关注的金融去监管等改革议程。
模型的解释与预测效力有限的风险。当前版本、基于民调数据的模型核心假设是，国会民调数据与众议院多数党议席变化之间的关系稳定，但该假设（包括正文里提及的选区重划问题）不一定成立，因而可能导致模型解释与预测效力有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

共和党保留众议院多数议席的难度较大 4

共和党的翻盘希望：选区重划 5

共和党若失去众议院多数席位，对市场意味着什么？ 7

2027-2028 年，共和党推进单边议程的风险出清，国会政策不确定性下降 7

2027-2028 年政府停摆可能成为常态，可能触发衰退交易和美元在岸流动性紧缩交易 8

风险提示 9

附录：众议院选举预测模型讨论 9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：中期选举年，总统党一般会在众议院丢失议席.....4
图 2：今年共和党在众议院的安全边际极低.....4
图 3：2026 年 6 月模型预测共和党在众议院可能失去 8 个席位.....5
图 4：Polymarket 已定价共和党在众议院败选.....5
图 5：2025 年至今两党的选区重划竞争情况.....5
图 6：2025 年至今两党选区重划竞争结果.....5
图 7：第三方选举分析机构当下尚未给出方向性判断.....6
图 8：第三方选举分析机构的判断因选区重划而多次变动.....6
图 9：FY2026 预算决议不涉及市场关心的政策改革.....8
图 10：美国国会正在考虑推动新一轮“财政协调”程序.....8
图 11：中期选举年，总统净支持率与总统党的净支持率正相关.....9
图 12：模型对历史选举结果具有较好的解释力.....9



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 11 月 3 日，美国国会参众两院将举行选举，改选众议院全部 435 个席位和参议院 35 个席位。本文是我们今年中期选举展望的第一篇，聚焦众议院选举结果和对市场的影响，我们也借本文推出我们第一版的众议院选举预测模型。

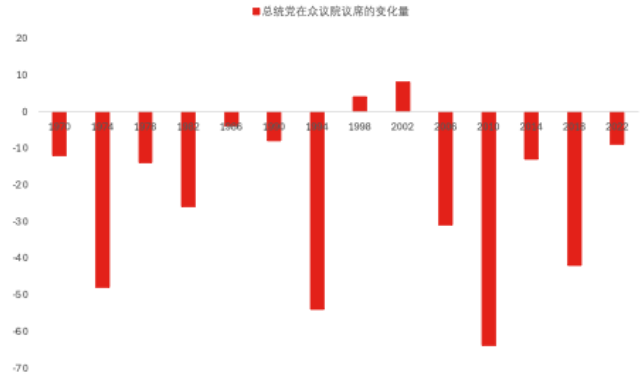
总体来说，我们认为 2026 年共和党保留众议院多数议席的难度较大，但由于共和党在两党的选区重划竞争中暂居上风，导致我们认为 2026 年众议院选举结果暂时难以给出方向性的判断。展望后续，如果共和党失去了众议院多数，对市场有两重意义：一是未来两年共和党在国会内推进单边议程的风险出清（例如金融去监管给美联储预留缩表空间，或进一步推进财政支出紧缩），国会政策的不确定性下降，二是未来两年政府停摆可能成为常态，市场可能因此出现财政引发的流动性紧缩预期交易。

共和党保留众议院多数议席的难度较大

美国国会众议院选举每两年举行一次，众议院的所有 435 个议席都需要重新选举。选民投票的结果决定每一个选区的议员由谁担任，以及哪个党将成为众议院多数党。总体来看，共和党想要在 2026 年保留众议院多数议席的难度较大。

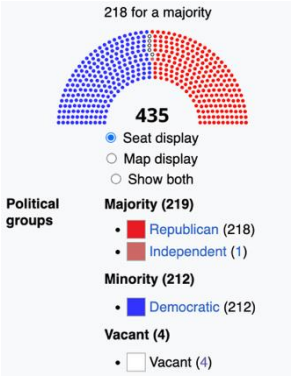
首先，从历史经验来看，在中期选举年，总统党都会丢失议席。今年共和党在众议院的安全边际极低，丢失 3 个议席即意味着失去在众议院的多数地位。纵使我们将当下空缺的得克萨斯州第 23 选区（原共和党议员 Tony Gonzales 已辞职）计入共和党的议席，共和党今年在众议院也只有 220 席（加州第三选区的 Kevin Kiley 原是共和党人，在 2026 年为了在加州第六选区参与选举，宣布退出共和党。在尽可能高估共和党安全边际的原则下，我们暂且将他依然分类为共和党人），保持议席多数则需要 218 席，因此共和党的安全边际仅有 2 席。这意味着，若历史上的经验规律再次发生、共和党在本次选举中丢失 3 个以上议席，共和党就会失去在众议院的多数议席。

图 1：中期选举年，总统党一般会在众议院丢失议席



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：今年共和党在众议院的安全边际极低



数据来源：Wikipedia、东方证券研究所
注：我们将加州第三选区的 Kevin Kiley（图中标识为“独立”）暂且归于共和党

当下，我们计量模型预测共和党可能会失去 7 个议席，导致共和党丧失众议院多数地位。我们现行版本的模型设定，与学界、市场上的主流模型思路一致，是一个几乎完全基于民调数据的模型（关于模型的更多讨论，请见附录）。早期预测众议院选举结果的模型更多采取一种“基本面”思路，试图基于政治、经济相关的宏、微观因素（例如选举前经济环境，各候选人的竞选资金、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

政治经验等）预测众议院的选举结果。但是，随着民调产业的发展和统计方法的进步，民调数据质量（和基于民调数据的模型预测准确度）近年来逐渐提高，导致当下主流预测模型基本都以民调数据作为主要输入信息，且越逼近选举日，民调数据在模型中的权重也会越高。当下距离美国中期选举仅有 140 余日，我们认为我们基于民调数据的模型已经能提供一定指引。

图 3：2026 年 6 月模型预测共和党在众议院可能失去 8 个席位

预测时间	共和党	民主党
现状	220*	212
2026年6月	212	223

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

*：在尽可能高估共和党安全边际原则下，我们将得州第 23 选区（现空缺）、加州第三选区（Kevin Kiley）均记为共和党的议席。

图 4：Polymarket 已定价共和党在众议院败选



数据来源：Polymarket、东方证券研究所

共和党的翻盘希望：选区重划

上文我们基于民调模型的预测其实隐含一个假设，即本次选举中，选区经历的变化对于两党选情的影响是平等的，或者说，选区变化对选举而言是中性的。民调模型无法捕捉选区变化对选情的影响。

为了说明选区变化中性的意义，我们暂且做一个极端假设：在本次选举前，选区被重新划分。所有民主党的支持者都被压缩在一个选区内，剩余 434 个选区内全是共和党的支持者。在此极端情况下，纵使民调数据显示有 80%民众支持民主党，基于民调的模型也输出一个利好民主党的结果，但实际选举结果会是共和党 434 个议席、民主党 1 个议席，共和党取胜。**因此，若选区变化非中性，基于民调的模型预测可能会出现较大的偏误。**

2026 年众议院选举的一大变数即是共和、民主两党在全美推进的选区重划竞争，两党均希望重塑选区，使得选区变化更利好本党。换言之，今年的选区变化可能不是中性的，会对两党选情造成影响，也会造成最后选举结果偏离我们上述的预测结果。

自 2025 年 8 月至今，两党选区重划竞争的阶段性结果是共和党占优。我们预期共和党已经通过选区重划在众议院内净赚 9 席，不仅抵消了我们基于民调的模型预测的丢失 8 席，还多了一席优势。因此，我们现在认为，2026 年众议院选举的结果难以判断。第三方选举分析机构近期观点的变化也印证了我们的判断。

图 5：2025 年至今两党的选区重划竞争情况

图 6：2025 年至今两党选区重划竞争结果

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

州	政党	状态	预期影响
得克萨斯州	共和党	2025年8月修改	R+5
密苏里州	共和党	2025年9月修改	R+1
北卡罗来纳	共和党	2025年10月修改	R+1
俄亥俄	共和党	2025年10月修改	R+2
加州	民主党	2025年11月修改	D+5
佛罗里达	共和党	2026年5月修改	R+4
田纳西	共和党	2026年5月修改	R+1

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

政党	选区重划竞争结果（截止2026年6月）
共和党	R+14
民主党	D+5
净影响	R+9

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 7：第三方选举分析机构当下尚未给出方向性判断

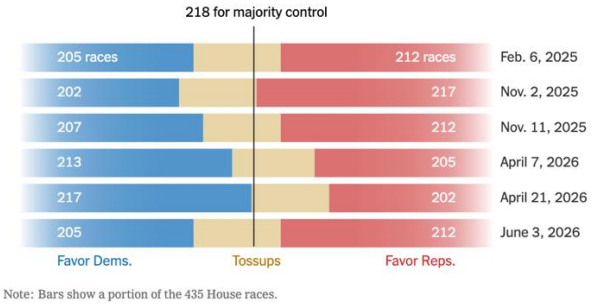
House Elections 2026

Current	212	219	4 *
Consensus Forecast	205	211	19
Prediction Markets Kalshi	227	202	6
Interactive Map Above	205	211	19

* Vacant Seat(s)

数据来源：270towin、东方证券研究所

图 8：第三方选举分析机构的判断因选区重划而多次变动



数据来源：纽约时报、CPR、东方证券研究所

展望后续，我们认为共和党可能通过选区重划，进一步扩大在选举中的边际优势。共和党可基于美国最高法院的最高判决，在其控制的南部州重划选区。美国最高法院在 2026 年 4 月完成了 *Louisiana v. Callais* 案的判决，推翻了路易斯安那州在 2024 年选区规划。2024 年版的规划相较于 2020 年版增加了一个黑人占多数人口的选区，利好民主党。更重要的是，该判决收束了《投票权法》第二条（禁止任何“基于种族或肤色”的歧视性投票制度，例如选区划分、选举制度安排、投票程序等）的适用范围，使得共和党能在其控制的南方州（例如阿拉巴马、田纳西、佛罗里达等）用类似逻辑重新审视当下少数族裔占多数的选区，进一步为共和党打开了重划选区的大门。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

共和党若失去众议院多数席位，对市场意味着什么？

2027-2028 年，共和党推进单边议程的风险出清，国会政策不确定性下降

近年来随着国会党争加剧，“财政协调”流程已成为统一政府推进单边财政议程的核心工具。该流程允许财政相关法案在参议院以简单多数（51 票）通过，从而绕开通常需要 60 票才能终结的参议院“阻挠议事”。但是，该流程的启动前提是白宫、参议院和众议院由同一党控制，**若共和党失去众议院的多数席位，这就意味着未来两年共和党难以基于此流程，推进单边议程。**

共和党还有哪些未尽的议程？总体来看，共和党的核心议程（延长 2017 年税改、减少拜登政府遗留的新能源相关税收抵免、削减对于低收入人群的医疗和食品补助等）基本已在 2025 年《美丽大法案》中完成，剩下的议程主要有二：

（1）金融、能源、科技等领域去监管：

市场最关注金融领域去监管，尤其是担心国会改变以（Dodd-Frank Act）为核心的银行监管体系，为沃什领导的美联储创造缩表空间。当下，虽然沃什多次表示要推动美联储改革、缩表，但在现行监管政策和美国银行间流动性环境的约束下，美联储并不具备大幅缩表的现实空间。若要启动缩表议程，需要放松现行银行监管要求、降低银行对准备金的结构性需求。

因此，若共和党失去众议院多数，共和党单边推进银行去监管的风险下降。但是，需要说明的是，银行体系去监管并不完全依赖国会立法，美联储也可以通过调整监管细则、放松监管，这意味着缩表的风险并不会完全出清。

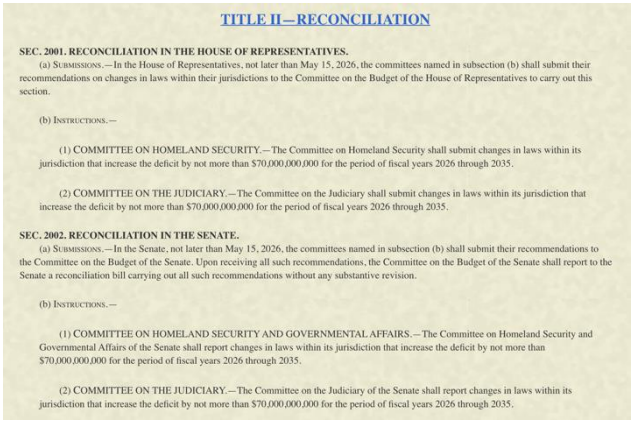
（2）进一步削减财政支出：共和党内财政鹰派希望继续压缩财政支出，尤其是社会保障相关福利支出和绿色产业补贴。

因此，当下市场面临的主要风险是共和党在 2026 年中期选举前，利用现存对两院的控制权、抢跑政策的风险。美国国会在 2026 年 4 月末已通过了一份 FY2026 预算决议（“财政协调”程序的前置程序），但核心内容是为了给国土安全部与移民管理局（ICE）、海关（CBP）提供拨款，似乎并不包括改革内容。但是，当下国会正在考虑是否要推动一轮新的“财政协调”程序（可能以 FY2027 预算决议的名义）推进政策改革。从最新信息来看，这一轮“财政协调”程序可能不涉及市场关心的去监管与财政支出削减问题，但难以排除随着立法流程推进，上述市场关心的议程被夹带在其中的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：FY2026 预算决议不涉及市场关心的政策改革



TITLE II—RECONCILIATION

SEC. 2001. RECONCILIATION IN THE HOUSE OF REPRESENTATIVES.

(a) SUBMISSIONS.—In the House of Representatives, not later than May 15, 2026, the committees named in subsection (b) shall submit their recommendations on changes in laws within their jurisdictions to the Committee on the Budget of the House of Representatives to carry out this section.

(b) INSTRUCTIONS.—

(1) COMMITTEE ON HOMELAND SECURITY.—The Committee on Homeland Security shall submit changes in laws within its jurisdiction that increase the deficit by not more than $70,000,000,000 for the period of fiscal years 2026 through 2035.

(2) COMMITTEE ON THE JUDICIARY.—The Committee on the Judiciary shall submit changes in laws within its jurisdiction that increase the deficit by not more than $70,000,000,000 for the period of fiscal years 2026 through 2035.

SEC. 2002. RECONCILIATION IN THE SENATE.

(a) SUBMISSIONS.—In the Senate, not later than May 15, 2026, the committees named in subsection (b) shall submit their recommendations to the Committee on the Budget of the Senate. Upon receiving all such recommendations, the Committee on the Budget of the Senate shall report to the Senate a reconciliation bill carrying out all such recommendations without any substantive revision.

(b) INSTRUCTIONS.—

(1) COMMITTEE ON HOMELAND SECURITY AND GOVERNMENTAL AFFAIRS.—The Committee on Homeland Security and Governmental Affairs of the Senate shall report changes in laws within its jurisdiction that increase the deficit by not more than $70,000,000,000 for the period of fiscal years 2026 through 2035.

(2) COMMITTEE ON THE JUDICIARY.—The Committee on the Judiciary of the Senate shall report changes in laws within its jurisdiction that increase the deficit by not more than $70,000,000,000 for the period of fiscal years 2026 through 2035.

数据来源：美国国会、东方证券研究所

图 10：美国国会正在考虑推动新一轮“财政协调”程序

GOP leaders and top budget writers have already begun laying the groundwork for a third package, which they hope will include defense funding, fraud prevention initiatives and a slate of affordability-focused measures. President Trump added momentum to the effort Wednesday, urging Republicans in a Truth Social post to pass a $350 billion bill that would include the Safeguard American Voter Eligibility (SAVE America) Act, legislation requiring proof of citizenship to register to vote in federal elections and an ID to cast a ballot.

数据来源：The Hill、东方证券研究所

2027-2028 年政府停摆可能成为常态，可能触发衰退交易和美元在岸流动性紧缩交易

在奥巴马时代之前，美国年度财政拨款流程是一个基本上与党争无涉的过程，虽然国会一般都难以在每年 10 月 1 日（新财年的起始日）前完成拨款，但一般都会通过临时拨款案以避免政府停摆，并在第二年 Q1 结束前完成最终拨款。但是，自奥巴马担任总统后，美国国会的拨款生态逐渐恶化，拨款流程逐渐成为党争的工具，政府停摆开始常态化出现。在本文写作时，FY2026 已经过去了接近四分之三，但美国国会对 FY2026 的拨款仍未完全完成，国土安全部的拨款陷于两党党争。

对市场而言，与美国政府停摆相关的交易主要有两个：一是财政支出退坡导致经济增长放缓的“衰退交易”，二是美元在岸市场的“流动性紧缩交易”。在政府停摆后，美国财政部税收活动并不会停止。在美联储负债端，这体现为银行准备金减少（因为银行代客户付税）、财政部存款账户余额（TGA）增加。但是，由于缺乏国会授权，政府部分支出无法顺利支付，导致 TGA 账户余额不断累积。在美联储不扩表的前提下，TGA 余额上升就意味着其他负债项规模收缩，对广义流动性形成压力，因此市场会进行“流动性紧缩交易”。2025 年 11 月美国市场即出现过一轮“流动性紧缩交易”，尽管当时美元流动性指标并未显著恶化，但市场在上述逻辑的预期下就进行了一轮紧缩交易。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

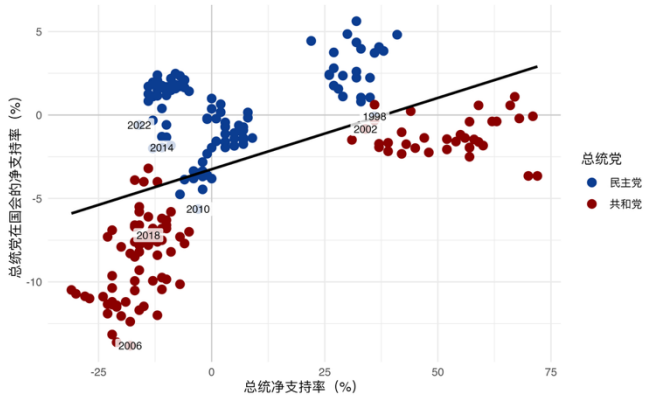
附录：众议院选举预测模型讨论

我们在此推出第一版众议院选举预测模型。

我们认为，在众议院选举中，选民投票主要的考量是选择本选区内的众议院议员以及众议院多数党，但是投票行为可能会受到总统或总统选举干扰。在总统选举年，如果某位总统候选人较受欢迎，选民可能因为喜爱这名候选人而选择与候选人同党的议员。在中期选举年，首先总统可能不会到每一个选区支持本党的议员候选人，这意味着选民不一定会把议员和总统联系，其次选民也可能将中期选举视为对总统执政表现的公投，继而将对总统的态度投射在国会参众两院的选举之中，影响选民对众议员的投票倾向。

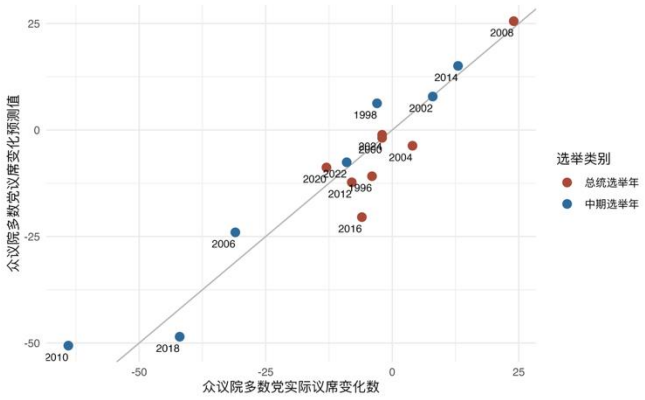
基于以上理解，我们的模型主要基于国会层面的民调数据。相较于参议院，众议院的民调数据存在更为明显的可得性问题：部分众议院选区没有民调数据。因此，我们无法采用一个自下而上的预测方法（即先预测每个选区的选举结果，而后在全美层面汇总），只能采取全美层面的国会民调数据作为模型的输入信息。至于如何将总统对选民的影响纳入模型，我们认为国会层面的民调数据包含了选民对总统态度的信息。从历次中期选举年的民调数据来看，总统净支持率与总统党在国会的净支持率正相关（相关系数 0.49），这意味着只要模型里有国会层面的民调数据，就已经将总统对选举的干扰纳入考量。此外，我们观察到2017年特朗普上台后，民调数据与众议院多数党的议席变化关系发生变动，因此我们也将这一点纳入模型考量。总体来说，由于样本量有限（1996年-2024年15次选举），我们采取了一个较为简约的模型。

图 11：中期选举年，总统净支持率与总统党的净支持率正相关



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 12：模型对历史选举结果具有较好的解释力



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

从模型表现来看，模型对历史选举结果具有较好的解释力，同时在样本外预测中也表现较为稳健。模型对众议院多数党的议席波动解释力度达到 89%，在历史选举样本的留一回测（LOOCV）中，模型平均误差约为8.5个席位。

风险提示

美国共和党在国会动作超预期的风险。当下我们认为2026年美国共和党在国会内抢跑改革的风险有限，但难以排除立法流程变化、引入市场关注的金融去监管等改革议程。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

模型的解释与预测效力有限的风险。当前基于民调数据的模型核心假设是，国会民调数据与众议院多数党议席变化之间的关系稳定，但该假设（包括正文里提及的选区重划问题）不一定成立，因而可能导致模型解释与预测效力有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。