下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

如何扰动市场：中期选举全知道

本文围绕美国中期选举的四种国会格局，推演财政、利率、AI 资本开支与去监管政策如何重塑大类资产及 A 股定价。我们认为，中期选举的核心是对未来两年政策推进力度的重新定价。选举结果未必决定全球风险资产的大方向，但会通过财政扩张空间、长端利率及产业投资预期，改变不同资产和行业的相对强弱。

众议院决定财政与重大立法空间，参议院决定人事任命与去监管政策的延续性。民主党夺回众议院是本文的基准判断，参议院归属则决定特朗普政策受约束的程度。

四种国会格局对应不同的资产传导逻辑：

第一，民主党控制两院，或形成"财政扩张降温、长端利率下行、政治不确定性上升"的组合。新增减税和财政刺激受限，有望缓解美债供给与期限溢价压力，相对利好美债和黄金，美元与铜则偏承压。AI 基建相关立法受阻可能短期影响资本开支的扩张节奏，但 AI 硬件板块的最终走向仍由需求端是否兑现决定，且特朗普政府仍有行政命令手段托底。

第二，民主党众议院、共和党参议院的常规分裂格局，同样制约财政扩张，但保留人事任命和部分去监管通道。大类资产方向与民主党两院情景接近，不过政策约束相对温和，金融与能源板块或更具韧性。

第三，共和党守住两院，是低概率、高冲击的再通胀情景。新增财政刺激、AI 与能源基建扩张、移民收紧及去监管政策可能形成共振，推动增长与通胀预期升温。长端美债或承压、美元偏强，周期与 AI 基建链相对受益；高估值科技则需权衡盈利增长与实际利率上升的影响。

第四，共和党众议院、民主党参议院的反向分裂格局，发生概率较低，整体仍指向财政受限与政策僵局。美债和黄金偏受益，美元、铜及部分 AI 基建链短期承压。

我们认为，基准情景下，市场主线有望从"强财政、再通胀"转向"财政扩张受限、利率压力缓和"，美债和黄金的相对配置价值更突出。后续重点关注国会选情变化、财政刺激落地空间、长端利率走势，以及 AI 资本开支和去监管政策的推进节奏，同时留意共和党意外守住两院的反向定价冲击。

风险提示：美国中期选举结果及后续政策落地超预期；美国财政扩张、通胀及美债利率走势超预期；AI 资本开支及相关产业链盈利不及预期；中美贸易摩擦及科技限制超预期升级。

刘晨明
SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

郑恺
SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn

陈振威
SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

毕露露
SAC 执证号：S0260526060005
bilulu@gf.com.cn
请注意，陈振威,毕露露并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

节后 A 股有望"量价齐升":——周末五分钟全知道（10 月第 1 期）	2026-10-07
"持币过节"还是"持股过节"？:——周末五分钟全知道（9 月第 3 期）	2026-09-27
反弹时机恰到好处:——周末五分钟全知道（9 月第 2 期）	2026-09-20

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、选举格局：众议院大概率易主，参议院归属决定政策约束强度 4
（一）中期选举何时举行，为何市场提前关注？ 4
（二）当前最可能出现什么国会格局，需要警惕什么尾部风险？ 4
（三）为什么众议院更可能易主？ 5
（四）若民主党拿下众议院，将如何影响政策和资产定价？ 6
（五）为什么参议院归属更难判断？ 6
（六）参议院由谁控制，会带来什么区别？ 6
二、选举之后：四种国会组合情景如何影响资产定价逻辑？ 7
（一）情景一：民主党两院——财政退潮，利率下行，风险偏好承压 7
（二）情景二：民主党众院、共和党参院，常规分裂——财政被卡，但去监管方向延续 11
（三）情景三：共和党两院——低概率、高冲击的“再通胀交易” 14
（四）情景四：共和党众议院与民主党参议院，反向分裂 19
三、历史中期选举前后，美股呈现怎样的历史规律？ 19
四、总结：中期选举交易的核心是政策斜率 22
五、本周公布数据一览 23
六、下周公布数据一览 25
七、风险提示 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：民主党两院为高权重情形，参议院归属决定政策的约束程度 (截至 10 月 16 日)....4
图 2：2025 年 7 月至今，Polymarket 四种选举结果的概率走势（截至 10 月 16 日）....5
图 3：特朗普最新的净支持率不论相比第一任期还是拜登时期都处于历史低位....5
图 4：最新一周的全国众议院通用选票意向中，民主党显著领先共和党 8%....6
图 5：民主党控制两院的 3 条主要资产传导路径....8
图 6：美国财政扩张强度与 10Y 期限溢价正向联动....9
图 7：民主党两院下，为各个效应对资产的影响程度方向打分（-4~+4）....10
图 8：铜的预期新增需求很大程度上来自 AI 与数据中心建设....10
图 9：民主党众院、共和党参院：财政受限，去监管延续....11
图 10：参议院归属决定特朗普能否保留人事任命与去监管通道....12
图 11：2024 年以来，金融去监管常伴随美股银行板块的相对强势....13
图 12：共和党控制两院；再通胀交易的五条传导路径....14
图 13：Trump Dividend 倘若落地将显著推高财政赤字....15
图 14：再通胀的要素来源（图中数值仅用于展现正向贡献）....15
图 15：全球精炼铜需求与预测未来需求量随 CSP CapEx 同向走高....18
图 16：共和党众院、民主党参院：财政受限与政策僵局....19
图 17：过去 30 年的 7 次中期选举前后，标普 500 指数的涨跌幅与均值....20
图 18：过去 30 年的 7 次中期选举前后，Nasdaq 指数的涨跌幅与均值....21

表 1：共和党有风险失去的参议院席位....6
表 2：4 种中期选举情形本身对主要大类资产的多空力度（民主党参议院+共和党众议院是极小概率事件(1.0%)，资产影响暂不展开）....7
表 3：共和党两院的 5 条传导路径对各资产类别影响强度....17
表 4：过去 30 年的 7 次中期选举前后，标普 500 指数在选前 1 个月倾向于上行，在选后 1 个月更可能震荡....20
表 5：过去 30 年的 7 次中期选举前后，Nasdaq 指数在选前 1 个月倾向于上行，在选后 1 个月更可能震荡....21
表 6： 总结表，4 种中期选举情形本身对主要大类资产的多空力度（民主党参议院+共和党众议院是极小概率事件(1.0%)，资产影响暂不展开）....22

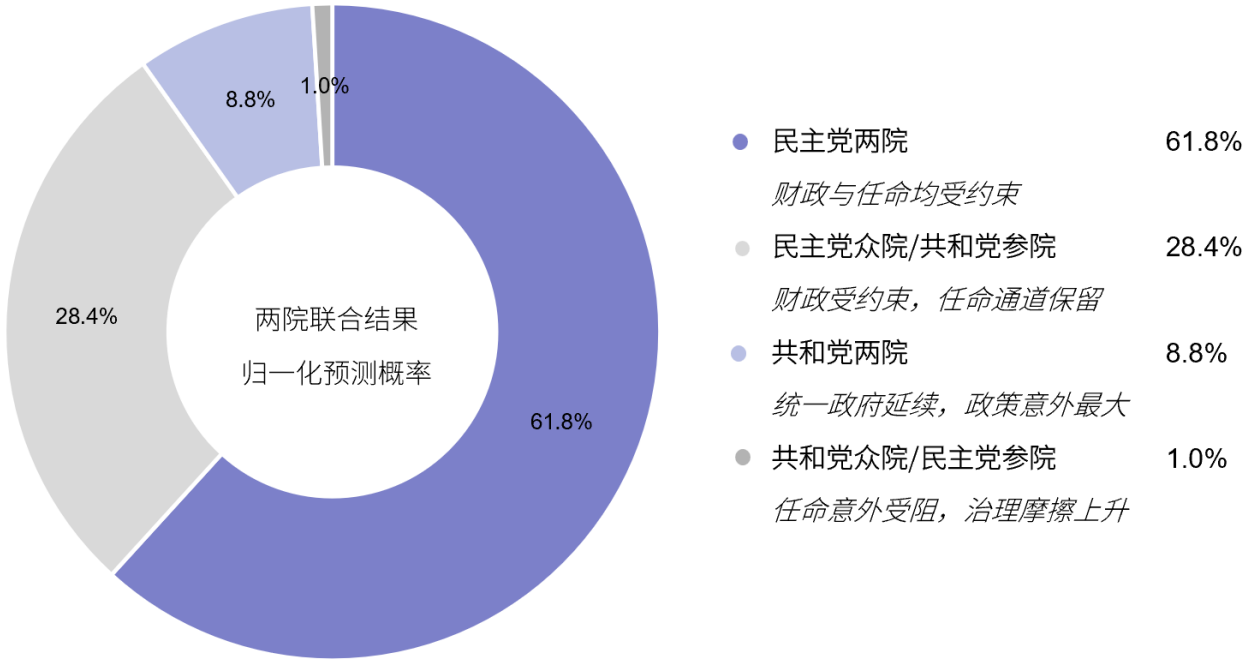
下载日志已记录，仅供内部参考

一、选举格局：众议院大概率易主，参议院归属决定政策约束强度

（一）中期选举何时举行，为何市场提前关注？

中期选举将于 11 月 3 日举行，新一届国会于 2027 年 1 月 3 日履职。虽然当前立法权仍属于现届国会，但市场已提前交易未来政策变化。选举结果未必决定全球风险资产的整体方向，却会通过改变财政扩张、减税和去监管的空间，影响大类资产的相对强弱。

图 1：民主党两院为高权重情形，参议院归属决定政策的约束程度（截至 10 月 16 日）



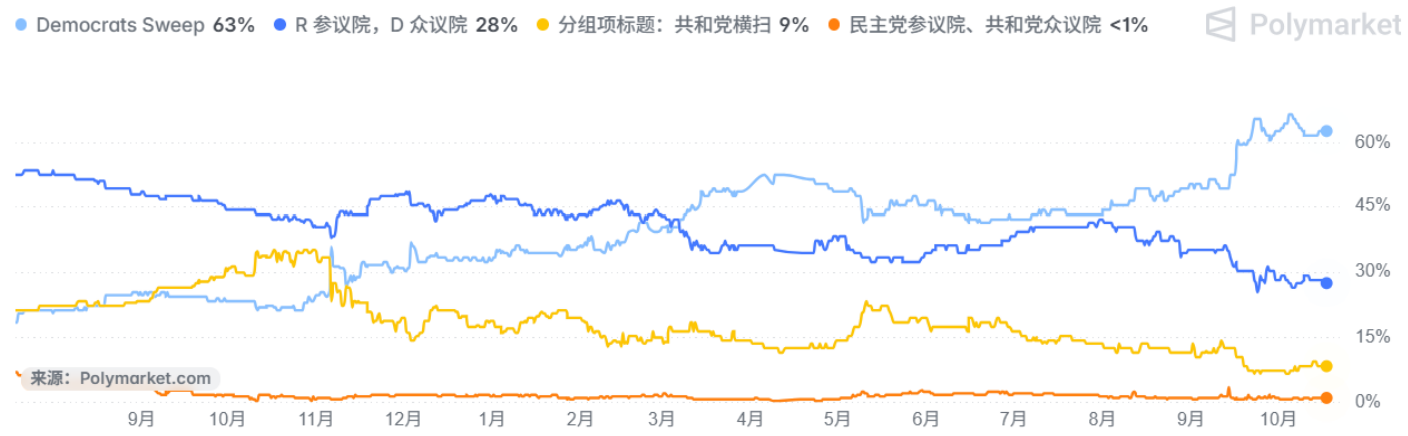
数据来源：Polymarket，广发证券发展研究中心；概率进行了归一化处理

（二）当前最可能出现什么国会格局，需要警惕什么尾部风险？

民主党控制两院是当前基准情形，Polymarket 归一化概率为 61.8%，意味着新增财政扩张和去监管法案将面临更强约束。共和党守住两院的概率虽仅为 8.8%，却是值得关注的反向尾部风险：财政扩张与减税预期可能推升实际利率和美元，推动美股行情向金融、工业等本土顺周期板块扩散。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2025 年 7 月至今，Polymarket 四种选举结果的概率走势（截至 10 月 16 日）



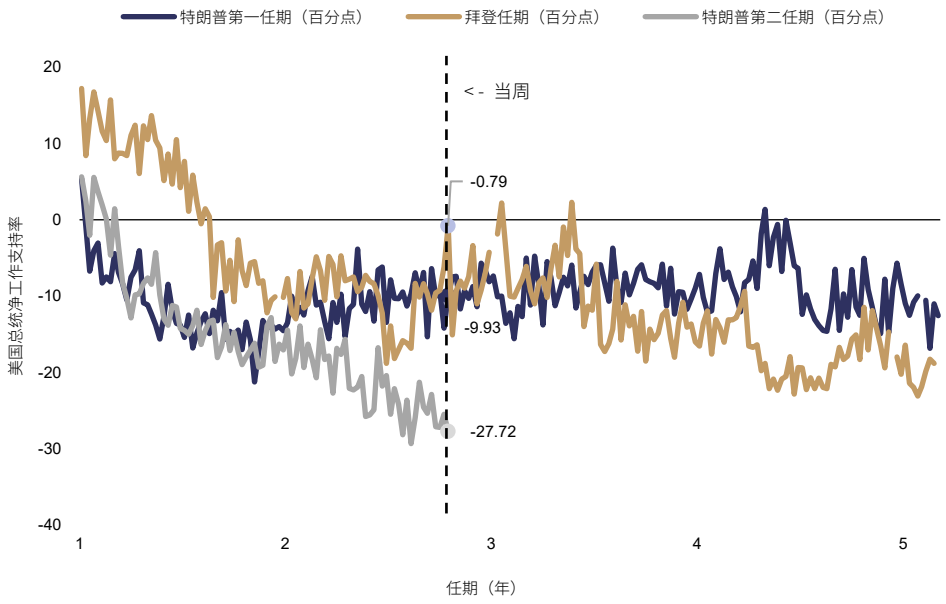
数据来源：Polymarket，广发证券发展研究中心

（三）为什么众议院更可能易主？

共和党在众议院的多数优势微弱，叠加中期选举通常不利于执政党，民主党翻盘门槛较低。1938 年以来的 22 次中期选举中，执政党有 20 次丢失众议院席位。

当前民调也显示共和党承压：10 月 14 日 The Economist/YouGov 调查显示，特朗普支持率为 34%、不支持率为 62%，净支持率为-28%；RealClearPolling 综合民调显示，民主党在众议院国会选票意向上领先约 8 个百分点。由于众议院全部席位改选，全国选民情绪的变化更容易转化为控制权更替。

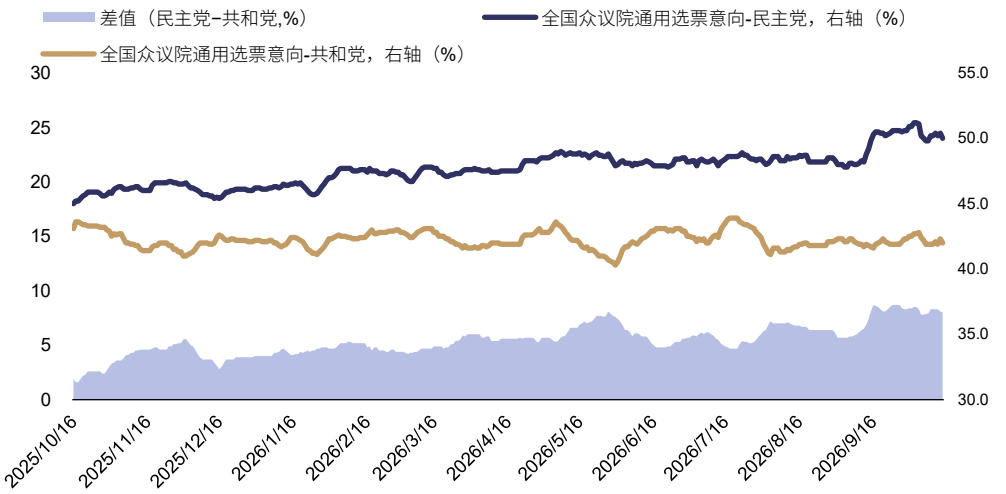
图 3：特朗普最新的净支持率不论相比第一任期还是拜登时期都处于历史低位



数据来源：YouGov，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：最新一周的全国众议院通用选票意向中，民主党显著领先共和党 8%



数据来源：RealClearPolling，广发证券发展研究中心

（四）若民主党拿下众议院，将如何影响政策和资产定价？

特朗普进一步财政扩张和重大立法的空间将明显收窄。新增减税、Trump Dividend、大规模财政刺激及 AI、能源基建立法，都需要民主党控制的众议院通过。财政扩张预期降温，意味着赤字和美债供给进一步上升的风险下降，长端期限溢价和实际利率或面临下行压力。

（五）为什么参议院归属更难判断？

参议院仅约三分之一席位改选，结果更取决于少数关键州，候选人质量、州级基本盘和地方议题的影响更大。目前俄亥俄、密歇根等关键州选情胶着，因此参议院仍是决定最终国会格局的关键变量。

表 1：共和党有风险失去的参议院席位

共和党现有参议院席位中，民主党有机会翻转的州		
州名	民主党领先幅度（百分点%）	民调判断
北卡罗来纳州	9.6	翻转希望较大
俄亥俄州	3.3	胶着
阿拉斯加州	2.5	胶着
得克萨斯州	2.2	胶着
缅因州	1.6	胶着
堪萨斯州	-0.3	胶着

数据来源：RealClearPolling，广发证券发展研究中心

（六）参议院由谁控制，会带来什么区别？

若共和党守住参议院，财政和重大立法虽受众议院制约，特朗普仍可推进法官、监管机构及高级官员任命，金融、能源等领域的去监管政策更有望延续。

若民主党同时拿下参议院，政策约束将进一步从财政和立法延伸至司法、人事及监管任命，国会监督也将加强。相较分裂国会，这一情形整体更利好美债和黄金，对美元、铜及部分 AI 基建链则相对不利。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：4 种中期选举情形本身对主要大类资产的多空力度（民主党参议院+共和党众议院是极小概率事件(1.0%)，资产影响暂不展开）

资产类别	具体资产	民主党控制两院 (61.8%)	民主党众院 / 共和党参院 (28.4%)	共和党控制两院 (8.8%)
宏观大类资产	美国长久期国债期货	多	偏多	空
	美元	偏空	偏空	偏多
	黄金	多	偏多	中性偏多
	铜	偏空	偏空	多
美股及行业	美股整体	偏多	中性偏多	中性
	消费股	中性偏空	中性偏空	偏多
	周期股	中性偏空	中性偏空	偏多
	银行	中性偏空	中性偏多	偏多
	券商	中性	中性偏多	偏多
	传统能源	中性偏空	中性偏多	偏多
AI产业链	电网设备 / 电源	民主党两院或扰动AI投资，但行政令可托底，长期仍看需求兑现		多
	美国AI基建相关硬件			偏多
人民币权益资产	经济周期类	美国财政扩张受阻，对中国出口的负面影响可能带来更多结构性政策		美国财政继续扩发力，中国出口维持高增，预期政策有限
	稳定价值类	取决于自身位置，当前位置预期回报目标7%左右		
	独立景气类（如AI产业链）	国产替代链条相对独立，海外算力链条跟随美国预期		

数据来源：广发证券发展研究中心

接下来，我们将详细论述 4 种选举情形对大类资产的可能影响：

二、选举之后：四种国会组合情景如何影响资产定价逻辑？

（一）情景一：民主党两院——财政退潮，利率下行，风险偏好承压

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：民主党控制两院的 3 条主要资产传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

“民主党两院” = 【财政政策被束缚】 + 【特朗普立法能力下降】 + 【政府停摆和政策不确定性风险上升】

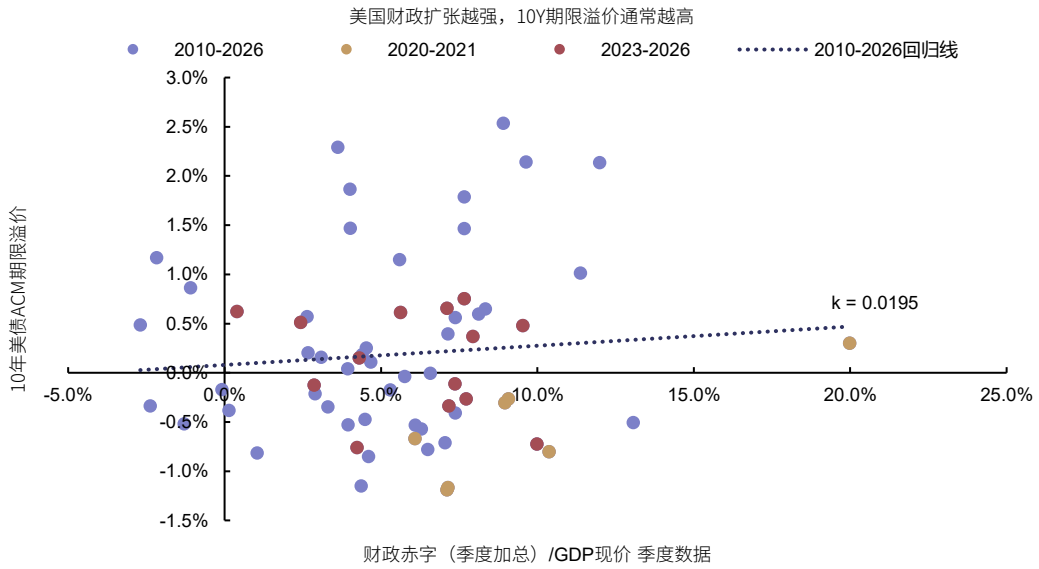
1. **民主党拿下两院为何是基准情形，财政约束将如何影响大类资产？**

民主党同时拿下参众两院是当前最大概率情形，概率约为 61.8%。其核心影响是财政扩张空间收窄、AI 基建相关立法推进难度上升，以及两党预算博弈加剧。失去国会多数后，共和党将难以继续利用预算协调程序绕开参议院通常所需的 60 票门槛，单方面推动减税及强制性支出改革，特朗普新增财政刺激的落地空间也将受到限制。

财政脉冲减弱，一方面可能压低美国中长期增长和通胀预期，另一方面缓和赤字、美债供给及期限溢价压力，推动 10 年期美债名义利率和实际利率偏向下行。因此，长久期美债可能受益，黄金获得实际利率下降的支撑，美元则可能因利差优势收窄而偏弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：美国财政扩张强度与 10Y 期限溢价正向联动



注：散点为2010年第一季度-2026年第二季度的季频数据，剔除了2020年第二季度疫情影响下的极端值

数据来源： Wind, Federal Reserve Bank of New York, 广发证券发展研究中心

2. AI 基建政策加速作用减弱，将如何影响美股、产业链和铜价？

白宫正推动联邦立法，简化 AI 数据中心自建电源、输电及配套设施审批，同时缓解数据中心用电激增对居民电价的冲击。若民主党控制两院，相关立法更难推进，数据中心及电力基础设施建设可能放缓，进而压低电网设备、电源、CPO 光模块、PCB 等环节的增量需求预期。电网扩容、数据中心供电等铜密集型投资若放缓，也将叠加美国增长预期降温，对中长期铜需求及铜价形成压力。

美股则面临"估值受益、盈利承压"的双重影响：实际利率下行有利于估值扩张，从而支撑权益资产；但财政刺激空间收窄、AI 基建投资加速预期降温，又可能部分压制盈利预期。利率下降未必直接转化为美股全面上涨，板块表现仍旧更取决于盈利兑现情况和产业链进展。

对于美股 AI 硬件板块而言，民主党控制两院可能对短期资本开支扩张预期形成扰动，但中长期趋势仍取决于 AI 需求端的兑现。 一方面，民主党掌控国会两院后，特朗普政府推动数据中心建设提速、能源去监管等相关立法的难度将明显上升，可能在短期内压制市场对 AI 基础设施投资增速的预期。不过，行政命令及对产业投资计划的政策支持仍可在一定程度上延续政策推动力，立法受阻并不意味着 AI 基建扩张停滞。另一方面，决定 AI 硬件板块中长期走势的核心变量仍在需求端，即模型能力的持续突破、新应用场景的拓展，以及由此带来的算力需求和商业化收入兑现。

3. 两党政治博弈加剧，会如何影响风险偏好和避险资产？

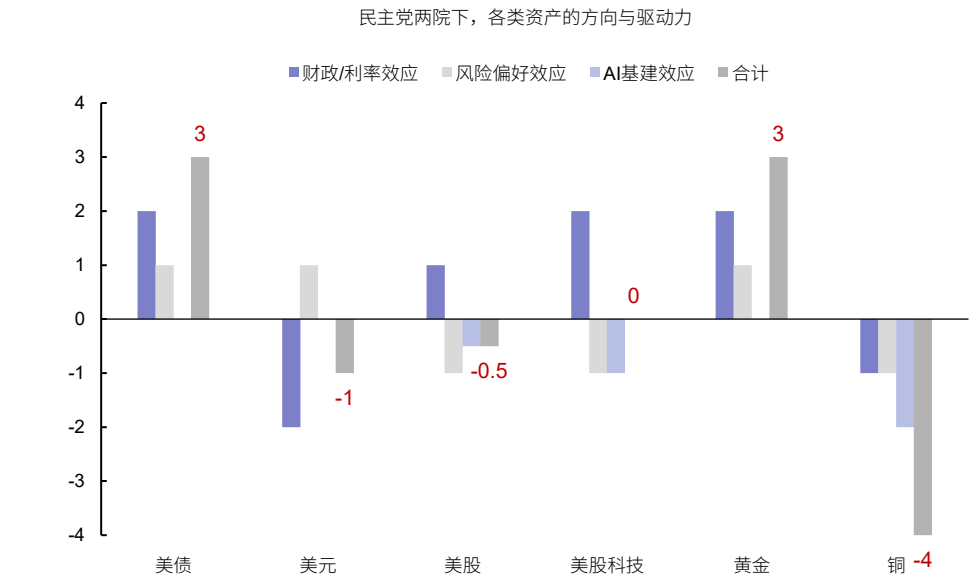
分裂政府也意味着两党围绕预算、拨款和政府运作的博弈可能更加频繁，政府停摆和政策不确定性风险随之上升。具体而言，近期，众议院议长 Mike Johnson 已公开警告，若民主党赢得众议院，将在上任后立即启动对特朗普的弹劾程序，反映两党政治对立可能进一步升级。

资产表现上，政治不确定性抬升短期利空美股，并强化黄金的避险需求；美债则有望受益于避险资金流入及政

下载日志已记录，仅供内部参考

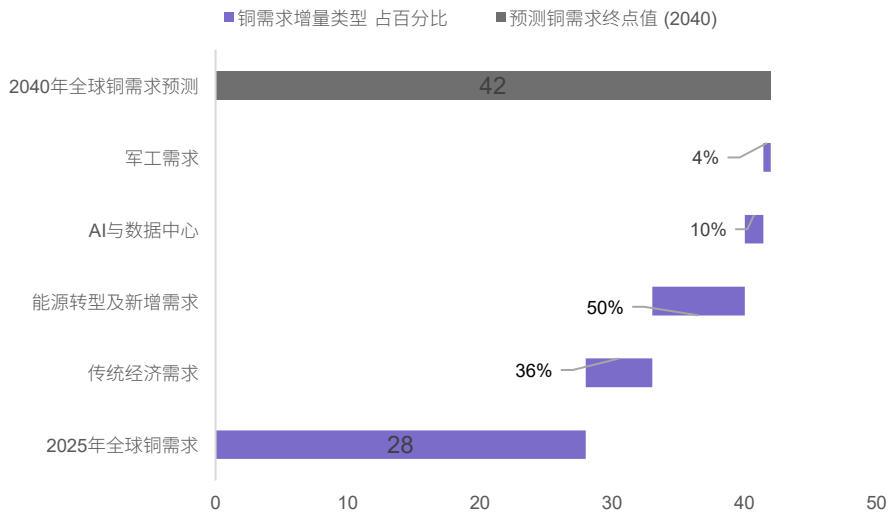
府停摆引发的经济增长预期下修，推动长端收益率下行。

图 7：民主党两院下，为各个效应对资产的影响程度方向打分（-4~+4）



数据来源：广发证券发展研究中心

图 8：铜的预期新增需求很大程度上来自 AI 与数据中心建设



数据来源：Bloomberg, S&P Global，广发证券发展研究中心；铜需求单位为百万吨

总结来讲，民主党拿下两院接近一个“财政扩张降温、长端利率偏向下行、风险偏好受扰”的组合：相对利好美债和黄金，对铜及部分依赖美国 AI 基建扩张的产业链偏不利，但 AI 产业链板块的最终走向仍取决于算力需求和商业化收入兑现。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）情景二：民主党众院、共和党参院，常规分裂——财政被卡，但去监管方向延续

图 9：民主党众院、共和党参院：财政受限，去监管延续



数据来源：广发证券发展研究中心

“共和党参议院 & 民主党众议院” = 【财政扩张同样被卡】 + 【众议院监督显著增强】 + 【政府停摆风险上升】

1. **共和党守住参议院、民主党夺回众议院，政策上意味着什么？**

这是当前第二大概率情形，概率约为 28%。其主要影响与民主党控制两院相近：新增财政扩张受限、重大立法推进受阻，预算和拨款博弈增多。但政策约束相对温和，特朗普仍可依托共和党参议院推进人事和司法任命，金融、能源等领域的去监管议程也更有望延续。

2. **共和党仍掌握参议院，为什么财政扩张和 AI 基建立法仍会受阻？**

众议院已足以制约新增财政扩张。新增减税、财政刺激及大规模支出方案都需要众议院批准，共和党即使保住参议院，也无法绕开民主党众议院推进预算协调程序。因此，市场对赤字和美债供给进一步扩张的预期可能降温，推动长端期限溢价及美债利率边际回落，这一传导与民主党控制两院基本一致。

白宫仍可通过行政命令和部门规则，在现有法律框架内加快数据中心及配套电力设施的联邦审批；但进一步放宽环保和能源许可限制、改革跨州输电建设制度，以及提供新增财政支持，仍需国会立法或拨款配合。民主党众议院可以阻挡或修改相关法案，使 AI 资本开支和电力投资的政策催化减弱，对铜、电力设备及部分 AI 基建链的增量需求预期形成压力。不过，选举结果更多影响 AI 资本开支的短期扩张节奏，而需求增长的持续性及投资回报的兑现，才是决定板块中长期趋势的关键。

3. **与民主党控制两院相比，最关键的区别在哪里？**

区别在于特朗普仍保有人事任命和部分监管政策的推进能力。共和党控制参议院，有助于联邦法官、金融监管机构负责人及其他高级官员的任命继续推进，也使金融资本监管放松、能源开发审批简化等政策更具延续性。因此，银行、券商及能源板块可能表现得更有韧性。

不过，参议院的支持无法消除预算僵局。两党仍需就拨款和政府运作达成妥协，政府停摆及政策不确定性风险可能上升，短期扰动风险偏好。**相较民主党控制两院，这一情形对特朗普政策的约束较轻，对风险资产的压制**

下载日志已记录，仅供内部参考

也可能相对温和。

4. **对大类资产的配置含义是什么？**

资产配置上，“共和党参议院+民主党众议院”与“民主党两院”情景的方向基本一致，均利多美债、黄金，利空美元、铜，但后者的影响幅度更大。不过，共和党若保住参议院，仍可维持特朗普政府在人事任命和监管政策上的延续性，尤其是金融资本监管放松、能源开发审批简化等政策仍有较大的自主推进空间，有助于支撑美股金融和能源板块的相对表现，并降低政策转向的不确定性。

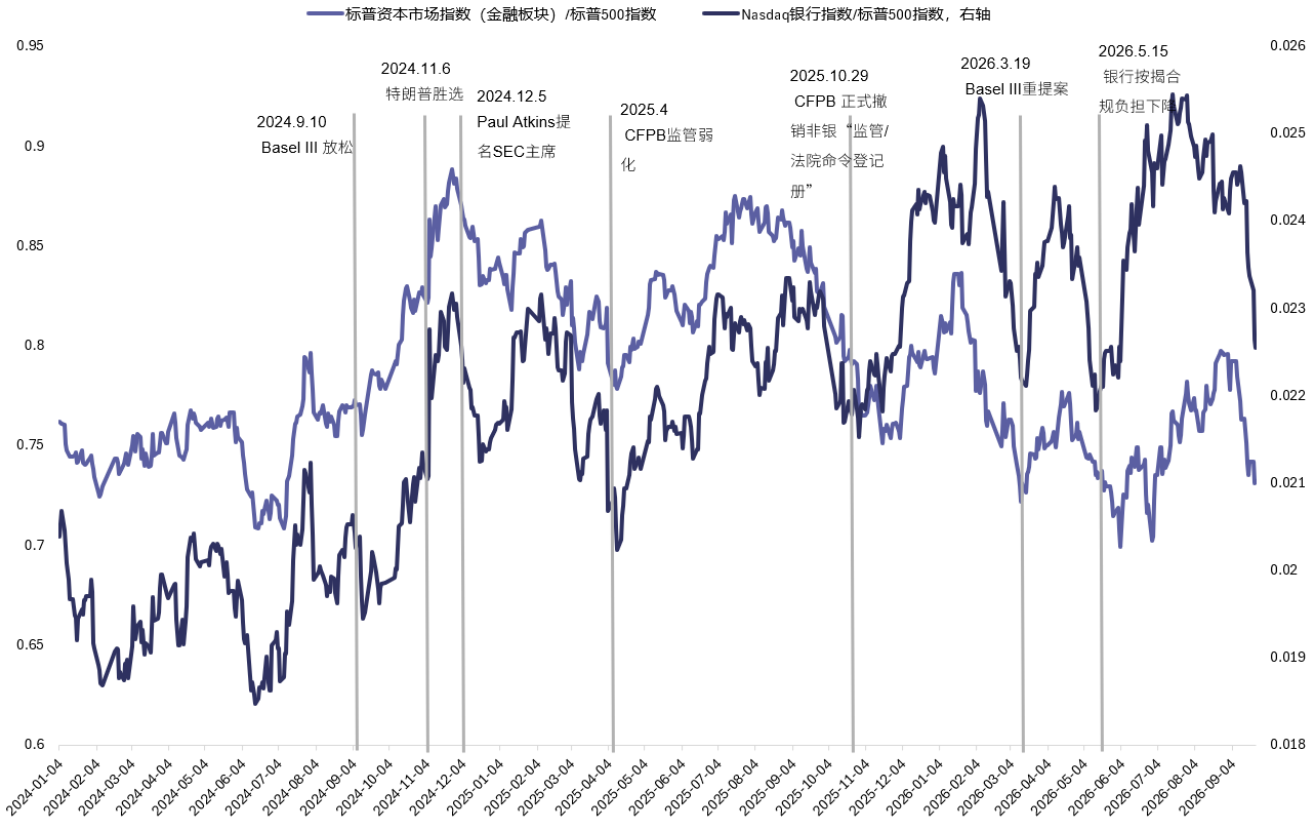
图 10：参议院归属决定特朗普能否保留人事任命与去监管通道

政策权限	民主党两院	民主党众院 + 共和党参院
新增财政刺激	受限	受限
Trump Dividend	受限	受限
AI/能源新立法	受限	受限
AI/能源行政去监管	部分可推进	部分可推进
联邦法官任命	受限	可推进
内阁/监管机构负责人任命	受限	可推进
金融监管放松	部分可推进	可推进/部分可推进
能源监管放松	部分可推进	可推进/部分可推进
移民执法收紧	部分可推进	部分可推进
移民制度新立法	受限	受限
众议院调查监督	增强	增强
参议院调查监督	增强	较弱

数据来源：广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2024 年以来，金融去监管常伴随美股银行板块的相对强势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



下载日志已记录，仅供内部参考

（三）情景三：共和党两院——低概率、高冲击的“再通胀交易”

图 12：共和党控制两院；再通胀交易的五条传导路径



数据来源：广发证券发展研究中心

“共和党两院” = 【财政扩张空间打开】 + 【Trump Dividend 落地概率提高】 + 【AI/能源基建推进】 + 【移民政策继续收紧】 + 【去监管和人事议程延续】 + 【预算僵局风险下降】

1. **共和党同时守住两院的可能性有多大，为什么值得关注？**

这是概率较低、但一旦兑现可能带来较大边际冲击的情形，目前权重约为 8.8%。若美国经济保持韧性、居民实际收入改善，叠加特朗普执政评价回升及共和党在关键选区的动员优势，共和党仍有机会守住参众两院，为后续财政扩张和政策推进打开更大空间。

整体来看，这将形成“强财政、强投资、紧劳动力、低监管”的政策组合：财政刺激与 AI 基建扩张支撑需求，移民收紧强化供给约束，金融和能源去监管延续，共同推动增长与再通胀预期升温。

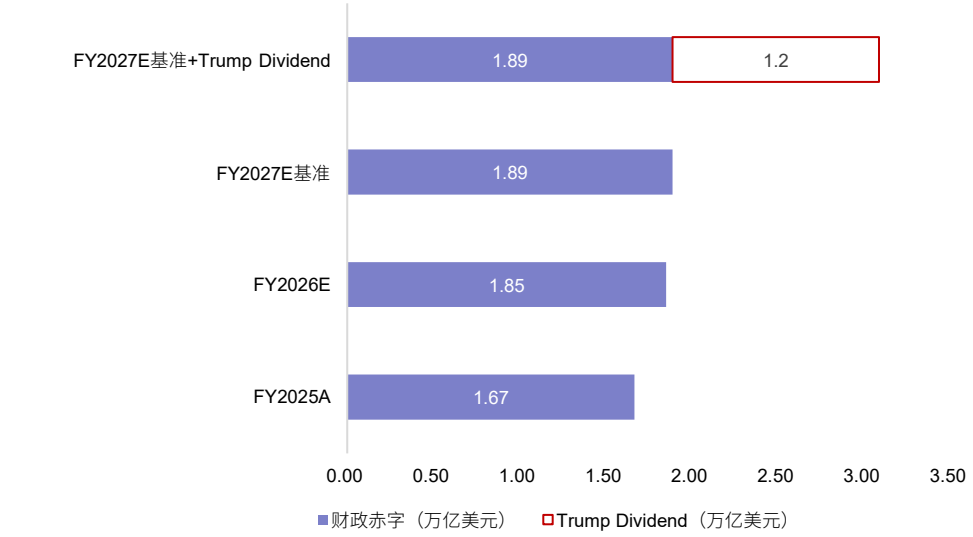
2. **财政扩张与移民收紧，为什么可能进一步推高长端利率？**

共和党控制两院后，特朗普推动新增减税、财政支出和现金补贴的立法阻力将下降，其中 Trump Dividend 是最值得关注的增量变量。特朗普已提出，若共和党赢得中期选举，将向约 2.4 亿成年美国公民每人发放 5,000 美元，理论财政支出约 1.2 万亿美元，接近美国 GDP 的 4%。尽管该计划尚未获得国会批准，资金来源也未明确，但若共和党两院格局促使其落地，且主要依靠新增举债融资，将在美国年度财政赤字已接近 2 万亿美元的基础上进一步扩大财政压力。由于现金补贴能够较快转化为居民消费，其对短期需求和通胀的刺激可能比传统基建投资更直接，叠加美债发行供给增加，预计将推动长端美债收益率及期限溢价进一步上行。

移民政策继续收紧，再通胀压力从供给端也会进一步增强。 如果特朗普继续强化 H-1B 及整体移民限制，美国劳动力供给增速可能进一步下降，工资和服务通胀的黏性随之增强。**这一渠道与 Trump Dividend 形成明显叠加：前者从供给端抬升工资压力，后者从需求端刺激消费和通胀，两者共同提升美联储未来的加息可能，并增加实际利率维持高位的可能性。**

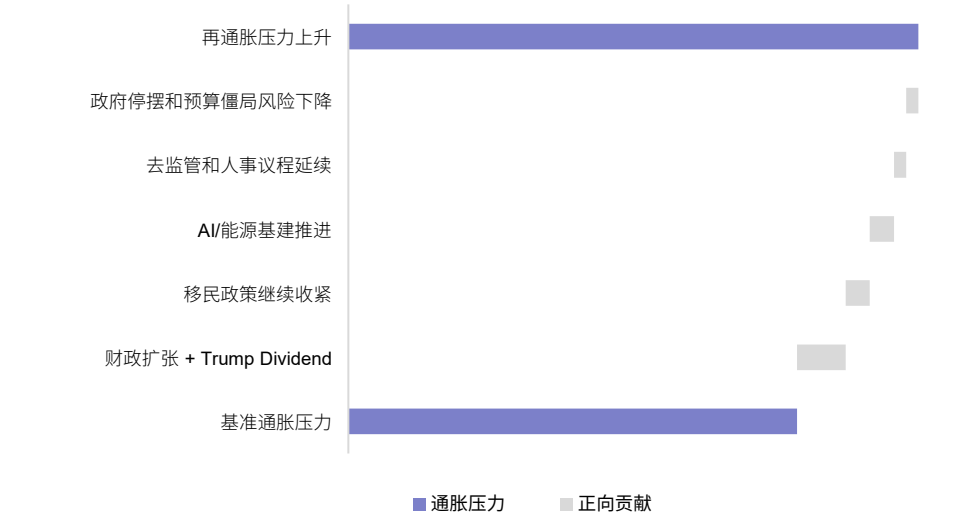
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：Trump Dividend 倘若落地将显著推高财政赤字



数据来源：Wind、CBO、Economic Policy Innovation Center、广发证券发展研究中心

图 14：再通胀的要素来源（图中数值仅用于展现正向贡献）



数据来源：广发证券发展研究中心

3. AI 基建、去监管等政治环境将如何变化？

共和党若继续控制两院，将有利于特朗普进一步推动 AI 与能源基建扩张，强化美国 AI 资本开支的增长预期。在现有行政审批放松的基础上，共和党两院有望进一步推动数据中心、电源、电网及跨州输电等领域的立法改革和财政支持，加快 AI 基础设施项目落地。若政策支持进一步转化为实际投资，受益链条有望从铜、电网设备、燃气轮机等能源基础设施，向 GPU、交换机、高速光模块、CPO 及 PCB 等算力硬件延伸，进一步强化美国 AI 基建扩张逻辑。

去监管和人事议程延续，金融、能源和企业投资环境或将更友好。白宫与国会同党控制后，能源、金融和企业监管放松更容易延续，特朗普在监管机构负责人、联邦法官以及高级官员任命上的政策连续性也更强。其资产含义更多体现在结构层面：金融、传统能源以及资本开支敏感行业的政策环境更友好，企业投资意愿和风险偏

下载日志已记录，仅供内部参考

好也更容易得到支撑。

预算僵局和政府停摆风险下降，政治风险溢价有所回落。 如果白宫与参众两院均由共和党控制，年度拨款、预算和重点法案之间的协调成本通常低于分裂政府，两党围绕预算形成长期僵局的概率下降。对应到市场，就是政府停摆和政策不确定性带来的 Risk-off 尾部风险减弱，对美股风险偏好偏正面，同时还会削弱黄金和美债的一部分避险需求。

4. **共和党两院对大类资产的整体走势有何影响？**

在大类资产层面，最直接的结果是长端美债承压、美元偏强，消费、金融、能源和 AI 基础设施链或相对受益；高估值科技则要在实际利率上升以及 AI CapEx 潜在加速之间做进一步权衡。

有色金属层面，对于黄金，在这一情形下长端利率上行更多可能来自财政赤字扩大和期限溢价抬升，而非单纯由实际增长驱动，因此美元信用和财政可持续性担忧反而可能增强，黄金仍有上行空间。对于铜，财政扩张将支撑总需求，同时 AI 去监管和能源基建提速有望带动数据中心、电网等资本开支继续上行，铜需求因此更偏利好。

下载日志已记录，仅供内部参考

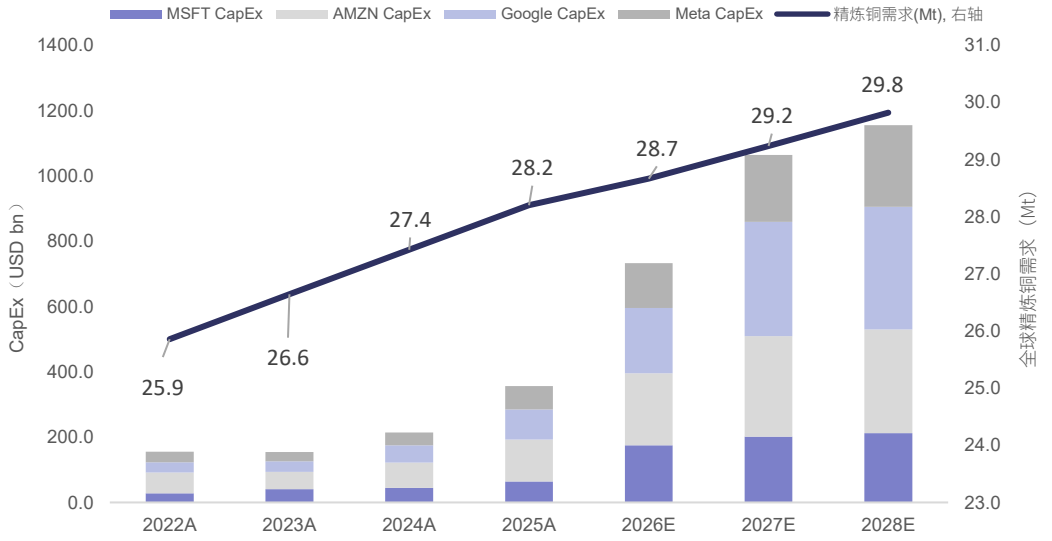
表 3：共和党两院的 5 条传导路径对各资产类别影响强度

资产 / 行业	财政刺激	AI CapEx	电力基建	移民收紧	去监管	高利率
消费	直接受益	—	—	承压	间接受益	承压
周期股	直接受益	间接受益	间接受益	承压	间接受益	承压
银行	间接受益	—	—	—	直接受益	直接受益
券商	间接受益	—	—	—	直接受益	间接受益
传统能源	间接受益	间接受益	直接受益	—	直接受益	间接受益
电网设备	间接受益	直接受益	直接受益	—	间接受益	承压
CPO / 光模块	—	直接受益	间接受益	—	间接受益	承压
PCB / 覆铜板	—	直接受益	间接受益	—	间接受益	承压
铜	直接受益	直接受益	直接受益	—	—	承压
高估值科技	间接受益	直接受益	间接受益	承压	间接受益	承压
长久期美债	承压	承压	承压	承压	—	承压
黄金	间接受益	—	—	间接受益	—	分化/偏承压

数据来源：广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：全球精炼铜需求与预测未来需求量随 CSP CapEx 同向走高



数据来源：各家公司财报、业绩电话会、Investor Relation 官网，International Copper Study Group、广发证券发展研究中心

整体来看，共和党若同时守住两院，将形成"强财政、强投资、紧劳动力、低监管"的政策组合，推动美国增长与再通胀预期同步升温。 财政刺激与 AI 基建扩张支撑需求，移民收紧加剧供给约束，叠加金融和能源去监管延续，或进一步强化经济增长韧性，并推高通胀预期和长端美债利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）情景四：共和党众议院与民主党参议院，反向分裂

图 16：共和党众院、民主党参院：财政受限与政策僵局



数据来源：广发证券发展研究中心

“共和党众议院 & 民主党参议院”= 【财政扩张基本被卡】 + 【Trump Dividend 落地概率显著下降】 + 【AI 和能源立法更难推进】 + 【预算僵局风险上升】

1. **反向分裂国会的概率有多大，核心资产含义是什么？**

这一情景发生的概率极低，目前 Polymarket 预测概率仅约 1%。若最终兑现，将形成“财政受限、政策僵局加剧”的低增长、低利率组合。 资产层面，美债和黄金偏多、美元偏弱；铜及 AI 基建链相对承压，美股虽受益于利率下行，但政策不确定性仍将压制风险偏好；人民币及全球成长资产则受益于美元利率回落、中美利差收窄，整体中性偏多。

2. **两种分裂国会的影响有何区别？**

相比更常见的“共和党参议院+民主党众议院”，反向分裂政府对财政及大类资产的影响方向基本一致，但对特朗普人事任命及去监管政策的约束更强。 两者的核心区别在于，民主党控制众议院主要通过财政拨款、立法阻挠和调查监督制衡特朗普，而控制参议院则可进一步阻碍联邦法官、高级官员及金融监管机构负责人的任命。因此，反向分裂情景下金融和传统能源板块面临更大的政策阻力，但民主党通过众议院发起大规模调查所带来的政治风险相对较低。

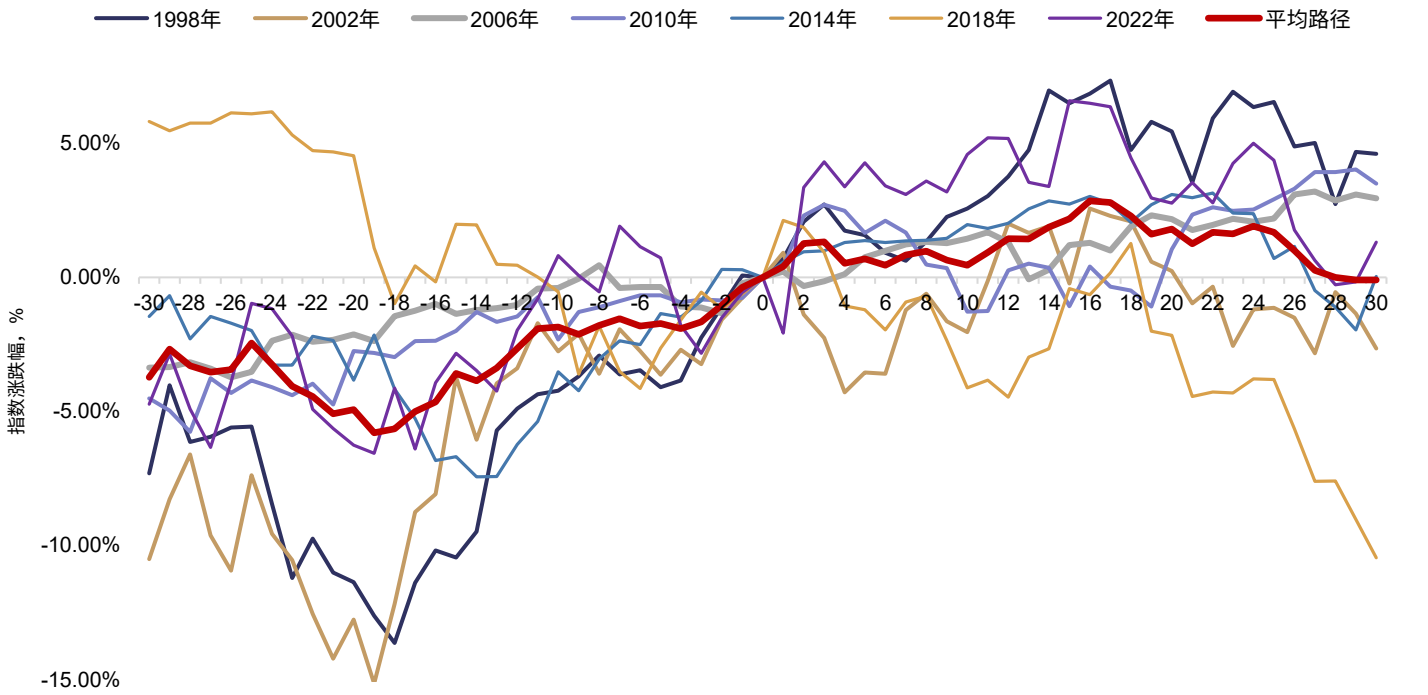
三、历史中期选举前后，美股呈现怎样的历史规律？

从历史规律来看，美国中期选举前一个月，美股及美股科技通常表现偏强，而选后一个月则更多呈现震荡格局。统计过去 30 年已发生的 7 次中期选举，美股在选前一个月整体倾向于上涨，背后主要受到政治不确定性逐步消化与季节性因素的共同推动。一方面，中期选举年通常伴随财政、监管和经济政策的不确定性，前期风险偏好受到压制，而随着选举临近，市场逐步形成对选举结果及后续政策走向的预期，风险偏好有所修复。另一方面，10 月中下旬恰逢美股三季报密集披露期，大型科技公司的业绩及下一年度资本开支指引为科技股提供基

下载日志已记录，仅供内部参考

本面催化。同时，四季度机构资金重新配置，以及财报静默期结束后上市公司逐步恢复股票回购，也为 10 月中下旬至 11 月的市场表现提供了资金面支撑。

图 17：过去 30 年的 7 次中期选举前后，标普 500 指数的涨跌幅与均值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 4：过去 30 年的 7 次中期选举前后，标普 500 指数在选前 1 个月倾向于上行，在选后 1 个月更可能震荡

历史中期选举前后，标普500指数的历史表现与均值						
历史中期选举日	T-30bd 至 T	T-10bd 至 T	T-5bd 至 T	T 至 T+5bd	T 至 T+10bd	T 至 T+30bd
1998-11-03	7.89%	4.41%	4.27%	1.57%	2.56%	4.60%
2002-11-05	11.73%	2.83%	3.77%	-3.54%	-2.04%	-2.65%
2006-11-07	3.48%	0.40%	0.36%	0.75%	1.44%	2.94%
2010-11-02	4.72%	2.37%	0.67%	1.66%	-1.28%	3.49%
2014-11-04	1.48%	3.65%	1.36%	1.37%	1.97%	0.04%
2018-11-06	-5.49%	0.54%	2.71%	-1.21%	-4.12%	-10.45%
2022-11-08	4.96%	-0.80%	-0.73%	4.27%	4.58%	1.31%
算术平均	**4.11%**	**1.91%**	**1.77%**	**0.70%**	**0.45%**	**-0.10%**

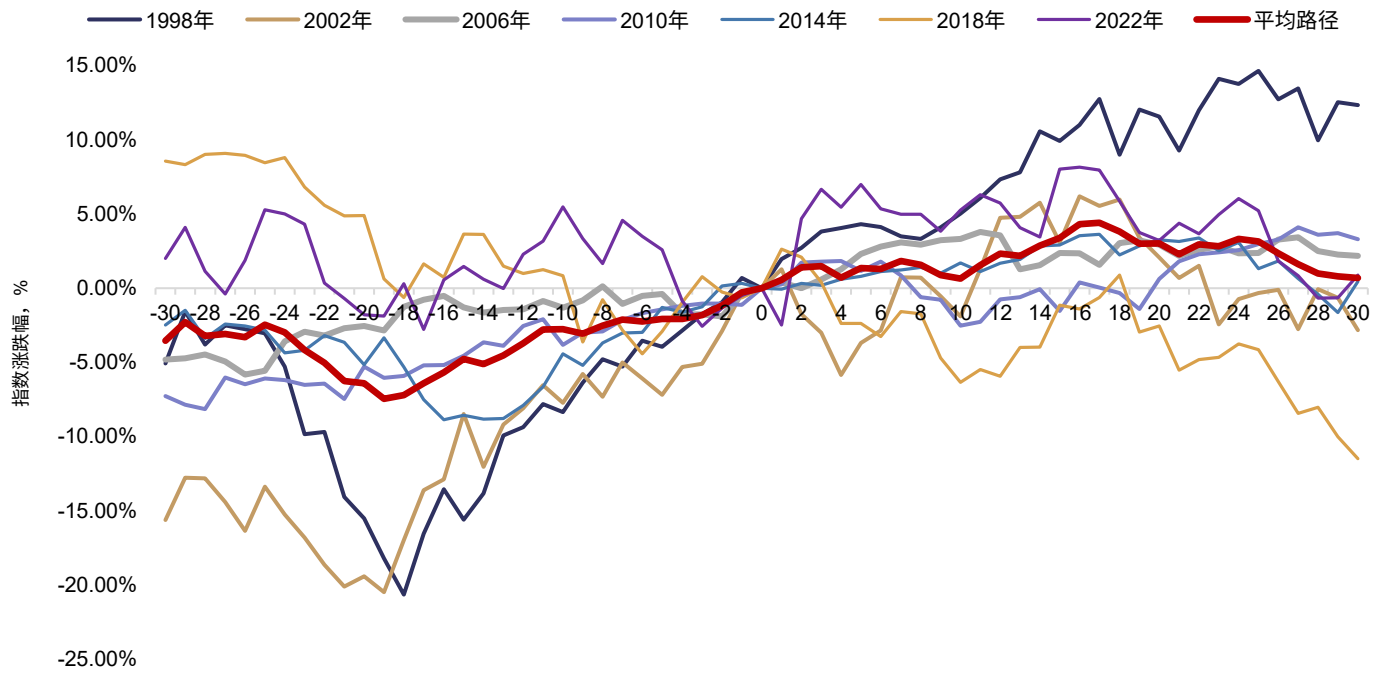
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

相比之下，中期选举结束后，美股及科技股往往转入震荡，主要由于前期利好已得到较充分定价，新增催化相

下载日志已记录，仅供内部参考

对减弱。 历史上，中期选举结果通常与选前市场形成的主流预期较为接近，选举落地后虽然政策不确定性进一步下降，但这一变化已部分反映在选前的股价上涨中，因而难以持续推动风险偏好改善。与此同时，三季报密集披露期逐步结束，科技股业绩催化减弱，市场重新回归宏观经济、货币政策及企业盈利基本面的定价逻辑，指数表现也更容易由前期的趋势性上涨转向震荡整理。

图 18：过去 30 年的 7 次中期选举前后，Nasdaq 指数的涨跌幅与均值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 5：过去 30 年的 7 次中期选举前后，Nasdaq 指数在选前 1 个月倾向于上行，在选后 1 个月更可能震荡

历史中期选举前后，**Nasdaq**指数的历史表现与均值						
选举日	T-30bd 至 T	T-10bd 至 T	T-5bd 至 T	T 至 T+5bd	T 至 T+10bd	T 至 T+30bd
1998-11-03	5.3%	9.1%	4.1%	4.3%	5.0%	12.4%
2002-11-05	18.5%	8.4%	7.7%	-3.7%	-1.9%	-2.8%
2006-11-07	5.1%	1.3%	0.4%	2.3%	3.3%	2.2%
2010-11-02	7.8%	4.0%	1.5%	1.2%	-2.5%	3.3%
2014-11-04	2.5%	4.6%	1.3%	0.8%	1.7%	0.4%
2018-11-06	-7.9%	-0.8%	3.0%	-2.4%	-6.3%	-11.5%
2022-11-08	-2.0%	-5.2%	-2.5%	7.0%	5.3%	0.9%
算术平均	**4.2%**	**3.1%**	**2.2%**	**1.4%**	**0.7%**	**0.7%**

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、总结：中期选举交易的核心是政策斜率

往后看，美国中期选举的本质近似一次对未来两年政策斜率的重新定价。选举结果未必决定全球风险资产的大方向，但会改变不同资产之间的相对强弱。

整体来看，美国中期选举的核心影响，在于市场将重新定价未来两年的财政扩张空间、政策推进能力及资产风险溢价。 其中，众议院选举结果主要决定特朗普后续财政扩张和重大立法的推进空间，参议院则更多影响人事任命、司法议程及去监管政策的延续性。不同国会格局未必会彻底改变全球风险资产的运行方向，但将通过财政赤字、美债供给、长端利率及 AI 基建投资预期的变化，进一步拉开不同资产和行业之间的表现差异。

表 6： 总结表，4 种中期选举情形本身对主要大类资产的多空力度（民主党参议院+共和党众议院是极小概率事件(1.0%)，资产影响暂不展开）

资产类别	具体资产	民主党控制两院 (61.8%)	民主党众院 / 共和党参院 (28.4%)	共和党控制两院 (8.8%)
宏观大类资产	美国长久期国债期货	多	偏多	空
	美元	偏空	偏空	偏多
	黄金	多	偏多	中性偏多
	铜	偏空	偏空	多
美股及行业	美股整体	偏多	中性偏多	中性
	消费股	中性偏空	中性偏空	偏多
	周期股	中性偏空	中性偏空	偏多
	银行	中性偏空	中性偏多	偏多
	券商	中性	中性偏多	偏多
	传统能源	中性偏空	中性偏多	偏多
AI产业链	电网设备 / 电源	民主党两院或扰动AI投资，但行政令可托底，长期仍看需求兑现		多
	美国**AI**基建相关硬件			偏多
人民币权益资产	经济周期类	美国财政扩张受阻，对中国出口的负面影响可能带来更多结构性政策		美国财政继续扩发力，中国出口维持高增，预期政策有限
	稳定价值类	取决于自身位置，当前位置预期回报目标**7%**左右		
	独立景气类（如AI产业链）	国产替代链条相对独立，海外算力链条跟随美国预期		

数据来源：广发证券发展研究中心

往后看，基准情形仍是民主党夺回众议院、美国财政扩张受到更多约束，市场交易主线有望逐步从"强财政、再通胀"转向"财政收敛、利率压力缓和"。 在这一情形下，美债和黄金的配置价值相对突出，美元及周期资产则面临一定压力。若共和党意外守住两院，财政刺激、AI 基建扩张与去监管政策有望形成共振，市场可能重新回到增长和再通胀预期同步抬升的交易框架。

因此，中期选举后真正值得关注的变量在于财政扩张、长端利率、AI 资本开支与去监管进程这四条主线如何重新组合，并最终决定 2027 年全球大类资产的相对强弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、本周公布数据一览

本章如无特别说明，数据来源均为 wind 数据。

（一）中观行业

1.下游需求

房地产：30 个大中城市房地产成交面积累计同比下降 7.40%，30 个大中城市房地产成交面积月环比下降 15.26%，月同比下降 10.55%，周环比上升 105.80%。国家统计局数据，1-8 月房地产新开工面积 2.99 亿平方米，累计同比下降 24.80%，相比 1-7 月增速下降 0.80%；8 月单月新开工面积 0.32 亿平方米，同比下降 30.49%；1-8 月全国房地产开发投资 47978.85 亿元，同比名义下降 19.90%，相比 1-7 月增速下降 0.70%，8 月单月新增投资同比名义下降 26.15%；1-8 月全国商品房销售面积 4.9880 亿平方米，累计同比下降 12.10%，相比 1-7 月增速下降 0.30%，8 月单月新增销售面积同比下降 15.41%。

汽车：乘用车：10 月 1-11 日，全国乘用车市场零售 45.9 万辆，同比去年 10 月同期下降 24%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 1,379.3 万辆，同比下降 22%；10 月 1-11 日，全国乘用车厂商批发 38.5 万辆，同比去年 10 月同期下降 18%，较上月同期下降 15%，今年以来累计批发 2,012.2 万辆，同比下降 6%。新能源：10 月 1-11 日，全国乘用车新能源市场零售 28.1 万辆，同比去年 10 月同期下降 13%，较上月同期下降 7%，今年以来累计零售 803.9 万辆，同比下降 13%；10 月 1-11 日，全国乘用车厂商新能源批发 30.1 万辆，同比去年 10 月同期增长 6%，较上月同期下降 11%，今年以来累计批发 1,175 万辆，同比增长 9%。

2.中游制造

钢铁：螺纹钢现货价格本周较上周跌 0.34%至 3230.00 元/吨，不锈钢现货价格本周较上周跌 1.64%至 14504.00 元/吨。截至 10 月 16 日，螺纹钢期货收盘价为 3074 元/吨，比上周下降 0.19%。钢铁网数据显示，10 月上旬，重点统计钢铁企业日均产量 182.00 万吨，较 9 月下旬下降 11.48%。8 月粗钢累计产量 65184.70 万吨，同比下降 3.10%。

化工：截至 9 月 30 日，甲醇价格较 9 月 20 日涨 32.55%至 3808.30 元/吨，顺丁橡胶价格较 9 月 20 日涨 6.32%至 15072.20 元/吨。

3.上游资源

国际大宗：WTI 本周涨 10.41%至 101.41 美元，Brent 涨 5.18%至 109.95 美元，LME 金属价格指数涨 1.00%至 5701.40，大宗商品 CRB 指数本周涨 1.23%至 419.83，BDI 指数上周跌 13.92%至 2511.00。

炭铁矿石：本周铁矿石库存上升，煤炭价格上涨。秦皇岛山西优混平仓 5500 价格截至 2026 年 10 月 12 日涨 0.61%至 994.00 元/吨；港口铁矿石库存本周上升 0.33%至 16537.00 万吨；原煤 8 月产量上升 5.42%至 36182.30 万吨。

（二）股市特征

股市涨跌幅：上证综指本周下跌 2.56%，上涨行业为食品饮料(申万)(1.89%)、银行(申万)(1.52%)；跌幅前三为通信(申万)(-10.87%)、电子(申万)(-8.75%)、电力设备(申万)(-7.42%)。

下载日志已记录，仅供内部参考

动态估值：截至 10 月 16 日，A 股总体 PE（TTM）从上周 19.92 倍下降到本周 19.26 倍，PB（LF）从上周的 1.69 倍下降到本周的 1.64 倍；A 股整体剔除金融 PE（TTM）从上周 33.87 倍下降到本周 32.34 倍，PB（LF）从上周的 2.34 倍下降到本周的 2.24 倍。创业板 PE（TTM）从上周 55.74 倍下降到本周 51.53 倍，PB（LF）从上周 3.91 倍下降到本周 3.62 倍；科创板 PE（TTM）从上周 125.29 倍下降到本周 115.97 倍，PB（LF）从上周 5.31 倍下降到本周的 4.90 倍；沪深 300PE（TTM）从上周 12.96 倍下降到本周 12.87 倍，PB（LF）从上周 1.32 倍下降到本周 1.31 倍。行业角度来看，本周 PE（TTM）分位数扩张幅度最大的行业为石油石化、食品饮料、银行。PE（TTM）分位数收敛幅度最大的行业为电子、医药生物、电力设备。此外，从 PE 角度来看，申万一级行业中，石油石化、有色金属、基础化工、电力设备、公用事业、交通运输、房地产、环保、美容护理、家用电器、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、电子、通信、非银金融估值低于历史中位数。建筑材料、轻工制造高于历史 90 分位数。从 PB 角度来看，申万一级行业中，有色金属、基础化工、钢铁、建筑材料、电力设备、机械设备、国防军工、建筑装饰、公用事业、交通运输、房地产、环保、美容护理、社会服务、汽车、家用电器、轻工制造、纺织服饰、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、医药生物、计算机、传媒、银行、非银金融估值低于历史中位数。电子估值高于历史 90 分位数。本周股权风险溢价从上周 1.27%上升至本周 1.43%，股市收益率从上周的 2.95%上升到本周的 3.09%。

融资融券余额：截至 10 月 15 日周四，融资融券余额 25031.92 亿元，较上周下降 2.21%。

AH 溢价指数：本周 A/H 股溢价指数上升到 128.56，上周 A/H 股溢价指数为 126.06。

（三）流动性

10 月 11 日至 10 月 17 日期间，央行共有 3 笔逆回购到期，总额为 3020 亿元；5 笔逆回购，总额为 2760 亿元。公开市场操作净投放（含国库现金）共计 1740 亿元。

截至 2026 年 10 月 16 日，R007 本周上升 6.14BP 至 1.3823%，SHIBOR 隔夜利率下降 2.73BP 至 1.2640%；期限利差本周上升 1.02BP 至 0.4777%；信用利差下降 0.85BP 至 0.2318%。

（四）海外

美国：本周二公布 9 月炼油厂加工量为 17.02 百万桶/天，前值为 17.52 百万桶/天。本周三公布 9 月 CPI:季调:同比为 3.70%，前值为 3.40%；本周四公布 10 月 10 日初请失业金人数:季调: 季调数据为 199,000.00 人，前值为 198,000.00 人；9 月核心 PPI:季调:同比为 5.10%，前值为 5.00%；10 月 09 日原油库存量为 3,506.00 千桶，前值为 4,355.00 千桶。

日本：本周四公布 8 月核心机械订单:季调:环比为 5.20%， 前值-3.68%；8 月工业生产指数:季调:环比(修正)为-2.39%，前值为-0.19%。

英国：本周四公布 8 月工业生产指数:季调:同比为 1.60%，前值为 0.70%；8 月贸易差额:季调

为-920.00 百万英镑，前值为-2,322.00 百万英镑。

欧元区：本周五公布 9 月欧元区:CPI:同比为 3.80%，前值为 3.20%；8 月欧元区:商品出口金额:当月同比为 9.90%，前值为 8.80%；8 月欧元区:商品进口金额:当月同比为 16.70%，前值为 9.10%。

标普 500 上周跌 1.95%收于 7659.44 点；伦敦富时涨 3.13%收于 10881.90 点；德国 DAX 涨 2.13%收于

下载日志已记录，仅供内部参考

25622.61 点；日经 225 跌 5.37%收于 65324.29 点；恒生跌 0.10%收于 24186.83 点。

（五）宏观

价格指数：本周三公布 9 月 CPI 当月同比为 0.90%，9 月 PPI 当月同比为 5.00%。

进出口：本周三公布 9 月出口当月同比为 36.30%，进口当月同比为 31.00%。

货币供应量：本周三公布 9 月 M1 同比为 3.20%，M2 同比为 7.20%。

信贷增长：本周三公布 9 月金融机构各项贷款余额同比为 4.80%。

社会融资总量、外汇占款：本周四公布 9 月社会融资总量当月同比为 0.50%，本周三公布 9 月外汇占款当月值为 217,236.41 亿元。

六、下周公布数据一览

下周看点：中国 9 月固定资产投资:累计同比(%)，中国 9 月工业增加值:当月同比(%)，中国第三季度 GDP:当季同比(%)，中国 9 月发电量产量累计值(亿千瓦时)，中国 9 月城镇调查失业率(%)，中国 9 月房屋新开工面积:累计值(万平方米)，中国第三季度居民人均可支配收入:累计值(元)，中国第三季度城镇居民人均可支配收入:累计值(元)，中国第三季度 GDP:现价:当季值(亿元)，美国 10 月 16 日原油库存量(千桶)，美国 10 月 17 日初请失业金人数:季调(人)，日本 9 月 CPI:同比(%)。

10 月 19 日周一：中国 9 月固定资产投资:累计同比(%)，中国 9 月工业增加值:当月同比(%)，中国第三季度 GDP:当季同比(%)，中国 9 月发电量产量累计值(亿千瓦时)，中国 9 月城镇调查失业率(%)，中国 9 月房屋新开工面积:累计值(万平方米)，中国第三季度居民人均可支配收入:累计值(元)，中国第三季度城镇居民人均可支配收入:累计值(元)，中国第三季度 GDP:现价:当季值(亿元) 。

10 月 21 日周三：美国 10 月 16 日原油库存量(千桶)，美国 10 月 17 日初请失业金人数:季调(人)。

10 月 23 日周五：日本 9 月 CPI:同比(%)。

七、风险提示

美国中期选举结果及后续政策落地超预期；

美国财政扩张、通胀及美债利率走势超预期；

AI 资本开支及相关产业盈利不及预期；

中美贸易摩擦及科技限制超预期升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发投资策略研究小组

刘晨明 ：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。

郑 恺 ：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。

陈振威 ：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。

杨清源 ：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。

毕露露 ：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。

周慧钰 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

刘力行 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

马文芳 ：（上海）研究员，南开大学硕士。

逸 昕 ：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。

李如娟 ：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。

余可骋 ：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn



郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn



陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn



毕露露

SAC 执证号：S0260526060005
bilulu@gf.com.cn

请注意，陈振威,毕露露并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

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