长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



世界经济与海外市场丨深度报告

# 推演：中期选举的历史规律与基准情景

## ——美国中期选举系列 3

请阅读最后评级说明和重要声明

## 报告要点

中期选举是选民对执政党阶段性评价的核心机制，执政党在众议院失席是较为稳定的历史规律，仅 1934 年、1998 年和 2002 年出现例外，三次逆势增席均依赖足以抵消常规逆风的强变量。当前，特朗普第二任期既未出现经济修复红利，也未形成国家安全聚旗效应，民主党亦未发生重大议题误判，低支持率正逐步转化为共和党国会选情的拖累。综合历史规律、民意数据和改选结构，基准情景下共和党大概率丢失众议院，守住参议院。若共和党失去任一院，美国将转为分立政府格局，特朗普后半任期立法与财政议程将面临更强约束。

## 分析师及联系人




宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



黄帅

SAC：S0490525070005



敬成宇

SAC：S0490526080003

| 证券研究报告 |

2026-10-21

世界经济与海外市场 | 深度报告

# 推演：中期选举的历史规律与基准情景
## ——美国中期选举系列 3

### 历史规律：执政党难逃中期惩罚

**历史经验表明，执政党在中期选举中丢失席位较为常见。**1934 年以来的 23 次中期选举中，执政党有 20 次出现众议院席位下降，其中 7 次导致控制权易手；参议院表现略好，席位下降的次数为 15 次，但同样有 7 次出现控制权易手。近年来，国会控制权易手的概率进一步上升，主要源于两党力量对比逐渐趋于均衡，国会由过去一党长期占优转向两党竞争更加胶着。

执政党在中期选举中容易失席，一个重要原因在于，选民对新政府的期待往往难以在执政前两年内充分兑现，预期与现实的落差容易转化为对执政党的不满。而在评价政府执政表现时，经济与民生体感通常是最重要的变量。

### 三次例外：强变量抵消中期逆风

**历史经验表明，执政党若要打破中期选举的“惯性失席”，通常需要出现足以抵消常规问责效应的强正向变量。**1934 年以来，仅 1934 年民主党总统罗斯福、1998 年民主党总统克林顿和 2002 年共和党总统小布什任内，出现执政党在中选中两院席位净增加或持平的情形，但三次例外对国会控制权的影响有所不同。1934 年，民主党凭借经济修复红利增席并巩固两院控制权；1998 年，民主党受益于经济高景气和共和党弹劾策略失误，虽逆势增席，但未改变共和党控制两院的格局；2002 年，小布什政府通过反恐行动与国家安全政策强化了共和党在安全议题上的认可度，推动共和党增席并重新夺回参议院控制权。

### 现实检验：当前仍缺少例外条件

**竞选承诺能否转化为选举支持，关键在于就业、收入、物价和安全环境能否出现选民可感知的改善。**特朗普第二任期以来，减税承诺已基本完成立法，边境管控、关税和贸易执法也取得阶段性进展，但降低物价、缩小贸易逆差以及结束欧洲和中东冲突等结果导向型承诺仍未兑现。当前美国经济仍具韧性，实际 GDP 保持增长、失业率处于相对低位，但此前累积的价格涨幅并未消退，美伊冲突又进一步加剧了生活成本压力，食品、住房、医疗和能源价格仍是选民关注的重点。民主党虽尚未在经济议题上形成压倒性优势，但其议题设置与选民的整体关切基本一致；美伊冲突也未能形成跨党派的“聚旗效应”，反而通过推高油价、加剧通胀担忧进一步放大居民压力。上述矛盾最终反映为特朗普支持率持续偏低，并可能进一步转化为选民在国会选举中表达反对的动机。

### 基准情景：丢失众院，守住参院

**从历史比较看，特朗普第二任期内的支持率大部分时间处于偏低区间，在战后历任总统中也处于较低水平，共和党缺乏依靠总统个人声望抵消中期逆风的民意缓冲。**历史数据表明，总统支持率与执政党众议院席位变化的相关性强于参议院，而参议院选举结果更受防守席位数量和具体改选结构影响。综合历史规律、当前民意、席位暴露程度以及评级机构和预测市场信息，基准情景下，民主党更有可能取得众议院多数，共和党则仍有较大概率守住参议院。若共和党失去任一院，美国将由统一政府转向分立政府，特朗普后半任期的立法、财政和人事议程将受到更强约束。

### 风险提示

1、选前政治与经济环境可能发生超预期变化；2、历史经验和相关性分析存在一定局限；3、民调、评级与预测市场可能存在测量偏差；4、选民投票率及动员效果可能超预期。

**相关研究**

- 《三问人民币升值及影响——汇海观潮系列 1》2026-09-29
- 《从长债定价框架看美债利率上行本质——债海寻锚系列 1》2026-09-03
- 《从 K 型分化到周期重启——2026 年下半年宏观经济与资本市场展望》2026-07-28

更多研报请访问
长江研究小程序

# 目录

历史规律：执政党难逃中期惩罚 ..... 6
三次例外：强变量抵消中期逆风 ..... 9
1934 年：罗斯福新政重振经济，政策转向获认可 ..... 9
1998 年：克林顿时期增长强劲，共和党弹劾偏离民意 ..... 10
2002 年：“911”触发聚旗效应，反恐行动凝聚民意 ..... 11
现实检验：当前仍缺少例外条件 ..... 13
经济修复：尚未形成民生改善红利 ..... 13
对手表现：尚未出现重大策略失误 ..... 15
外交安全：无“聚旗效应”，甚至是负面拖累 ..... 16
基准情景：丢失众院，守住参院 ..... 18
风险提示 ..... 21

# 图表目录

图 1：1934 年以来美国中期选举前参议院两党席位差距（席） ..... 7
图 2：1934 年以来美国中期选举前众议院两党席位差距（席） ..... 7
图 3：众议院三次增加席位均存在足以抵消中期惩罚的强条件 ..... 8
图 4：罗斯福新政重振美国经济，失业率明显下降，工业生产修复 ..... 10
图 5：克林顿任期内 GDP 增速维持高位，失业率下降，通胀温和(%) ..... 11
图 6：克林顿的支持率在整个弹劾程序期间始终保持高位（%） ..... 11
图 7：重大本土安全事件后总统支持率往往跃升产生“聚旗效应”(%) ..... 12
图 8：“9·11”事件后，恐怖主义成为民众最关心的议题（%） ..... 12
图 9：美国经济仍有韧性，通胀回落但压力仍存（%） ..... 15
图 10：经济、就业与生活成本是当前选民首要关切（%） ..... 15
图 11：民主党人对经济民生的关注与整体选民较为一致（%） ..... 16
图 12：民主党经济认可度与共和党基本持平，部分民生议题占优(%) ..... 16
图 13：美国民众对美伊军事行动的反对比例保持高位 ..... 17
图 14：美伊冲突升级后，特朗普经济与通胀净支持率进一步走低(%) ..... 17
图 15：特朗普任期内支持率持续低位，净支持率明显为负（%） ..... 17
图 16：民主党在国会通用投票意向中的领先幅度整体扩大（%） ..... 17
图 17：1945 年以来美国总统中，特朗普 2.0 支持率表现较差（%） ..... 18
图 18：总统支持率越低，执政党众议院净失席通常越多 ..... 19
图 19：参议院席位变化与总统支持率的相关性相对较弱 ..... 19
图 20：众议院席位变化与持有席位数量的相关性相对较弱 ..... 19
图 21：参议院防守席位越多，执政党净失席通常越多 ..... 19
图 22：评级机构显示共和党略占优，预测市场押注民主党夺回众议院 ..... 20
图 23：共和党守住参议院的概率较高，胜负取决于少数摇摆席位 ..... 20

表 1：历史经验来看，执政党在中期选举中丢失席位是大概率事件 ..... 6

表 2：经济与民生是执政党在中期选举中失利的主要原因 .....8
表 3：罗斯福新政围绕金融稳定、收入救济和就业支持等领域快速展开.....9
表 4：近三届中期选举，政府核心竞选承诺兑现程度分化 .....13
表 5：特朗普 2.0 时期经济与外交目标尚未兑现 .....14

在本系列上一篇《聚焦：中期选举的关键战场与主要变量》中，我们梳理了当前美国中期选举中参众两院的选情：共和党在参议院略占优势，而众议院防守压力相对更大。具有前瞻意义的特别选举也显示，共和党当前的选民动员能力相对偏弱。

随着中期选举临近，民调、评级和市场预期仍会不断变化，市场关注的是，当前共和党面临的选举压力究竟只是短期波动，还是反映了更具持续性的中期逆风。由此，本篇回顾历史，通过梳理过去 23 次中期选举，归纳执政党在中期选举中的普遍规律，并结合当前政治经济环境，推演 2026 年中期选举的基准情景。

# 历史规律：执政党难逃中期惩罚

**历史经验来看，执政党在中期选举中丢失席位较为常见。**1934 年以来的 23 次中期选举中，执政党共 20 次出现众议院席位下降、7 次导致控制权易手；而参议院的情况比众议院稍好，23 次中期选举中共 15 次席位下降，但也同样有 7 次控制权易手。

**两院表现的差异，核心源于改选机制不同。**众议院 435 席每两年全部改选，受全国经济、社会情绪和总统支持率等共同因素影响更大。而参议院每次仅改选约三分之一席位，结果受当届改选州的党派基础、候选人质量和防守席位分布等结构性因素的影响更为突出。

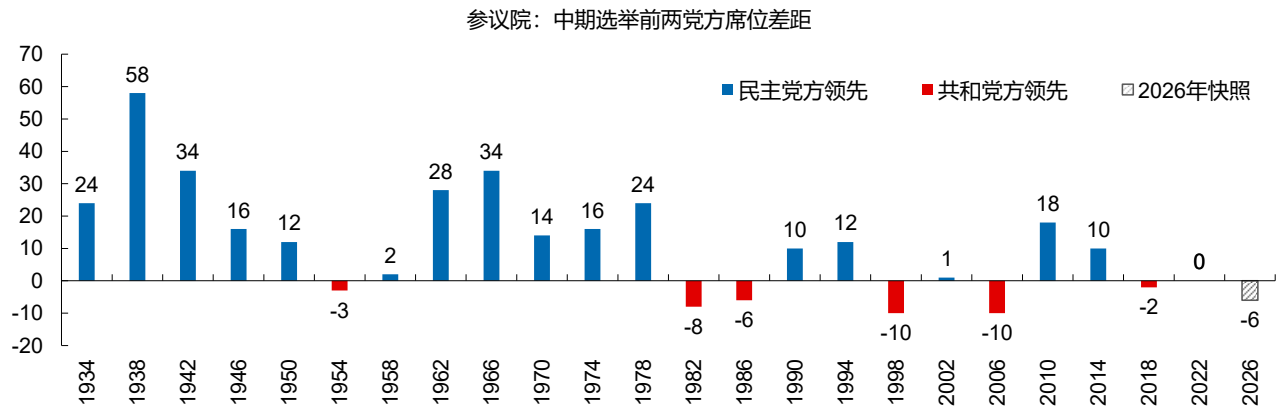
表 1：历史经验来看，执政党在中期选举中丢失席位是大概率事件

| 年份 | 总统 | 总统党派 | 执政党 | | 中期选举席位净变动（个） | | 中期选举前 | | 中期选举后 | | 统一政府/分立政府 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 众议院选前席位 | 参议院防守席位 | 众议院 | 参议院 | 众议院 | 参议院 | 众议院 | 参议院 | 中期选举前 | 中期选举后 |
| 1934 | 罗斯福 | 民主党 | 313 | 14 | 9 | 9 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1938 | 罗斯福 | 民主党 | 334 | 27 | -72 | -7 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1942 | 罗斯福 | 民主党 | 267 | 25 | -45 | -9 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1946 | 杜鲁门 | 民主党 | 244 | 21 | -56 | -12 | 民主党 | 民主党 | 共和党 | 共和党 | 统一 | 分立 |
| 1950 | 杜鲁门 | 民主党 | 263 | 21 | -28 | -6 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1954 | 艾森豪威尔 | 共和党 | 221 | 11 | -18 | -1 | 共和党 | 共和党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 分立 |
| 1958 | 艾森豪威尔 | 共和党 | 203 | 20 | -48 | -13 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 分立 | 分立 |
| 1962 | 肯尼迪 | 民主党 | 264 | 18 | -4 | 3 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1966 | 约翰逊 | 民主党 | 295 | 21 | -47 | -4 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1970 | 尼克松 | 共和党 | 192 | 7 | -12 | 2 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 分立 | 分立 |
| 1974 | 福特 | 共和党 | 192 | 15 | -48 | -5 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 分立 | 分立 |
| 1978 | 卡特 | 民主党 | 292 | 14 | -15 | -3 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 统一 |
| 1982 | 里根 | 共和党 | 192 | 12 | -26 | 1 | 民主党 | 共和党 | 民主党 | 共和党 | 分立 | 分立 |
| 1986 | 里根 | 共和党 | 181 | 22 | -5 | -8 | 民主党 | 共和党 | 民主党 | 民主党 | 分立 | 分立 |
| 1990 | 老布什 | 共和党 | 175 | 17 | -8 | -1 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 民主党 | 分立 | 分立 |
| 1994 | 克林顿 | 民主党 | 258 | 17 | -54 | -8 | 民主党 | 民主党 | 共和党 | 共和党 | 统一 | 分立 |
| 1998 | 克林顿 | 民主党 | 207 | 18 | 4 | 0 | 共和党 | 共和党 | 共和党 | 共和党 | 分立 | 分立 |
| 2002 | 小布什 | 共和党 | 220 | 20 | 8 | 2 | 共和党 | 民主党* | 共和党 | 共和党 | 分立 | 统一 |
| 2006 | 小布什 | 共和党 | 233 | 15 | -30 | -6 | 共和党 | 共和党 | 民主党 | 民主党 | 统一 | 分立 |
| 2010 | 奥巴马 | 民主党 | 257 | 15 | -63 | -6 | 民主党 | 民主党 | 共和党 | 民主党 | 统一 | 分立 |
| 2014 | 奥巴马 | 民主党 | 201 | 20 | -13 | -9 | 共和党 | 民主党 | 共和党 | 共和党 | 分立 | 分立 |
| 2018 | 特朗普 | 共和党 | 241 | 9 | -41 | 2 | 共和党 | 共和党 | 民主党 | 共和党 | 统一 | 分立 |
| 2022 | 拜登 | 民主党 | 222 | 14 | -9 | 1 | 民主党 | 民主党 | 共和党 | 民主党 | 统一 | 分立 |
| 23届中期选举平均席位变动数量 | | | | | -27.0 | -3.4 | | | | | | |

资料来源：UCSB，美国众议院历史办公室《Party Government Since 1857》，美国参议院历史办公室《Party Division》，长江证券研究所（注：①席位净变动采用 UCSB 美国总统项目的历史统计口径，主要比较前后两次选举结果，不一定等于本次选举结果与投票前实际席位之差；②UCSB 将挂靠主要党团的独立议员及进步党议员计入对应阵营，与按正式党籍统计的口径不同；③参议院“防守席位”指当届改选类别中执政党持有的席位，并非执政党在参议院的全部席位。）

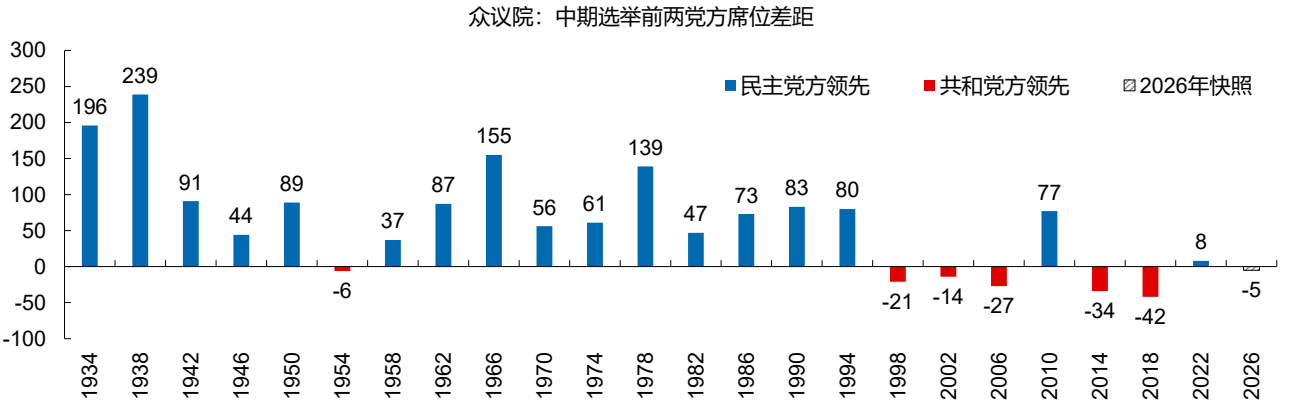
**近年，国会控制权易手的概率进一步上升。**2006 年以来的 5 次中期选举中，均至少有一院发生控制权变化。其原因并非执政党席位损失数量增加，而是两党在国会中的力量由过去“一党长期占优”转向更加均衡。即两党均难以形成长期、显著的席位优势。在此背景下，即使只是有限的席位摆动，也更容易跨越多数党门槛并触发控制权易手。

图 1：1934 年以来美国中期选举前参议院两党席位差距（席）




资料来源：美国参议院官网，长江证券研究所（注：①1934—2022 年取全国中期选举日前一日的实际在任席位，计入此前已生效的补选、任命及转党，空缺席位单列；②席位差距为民主党方减去共和党方，包含已明确归属对应党团或国会组织阵营的其他党派及独立议员，归属未明确者不计入；③按全院席位统计，并非当届改选的“防守席位”；④2026 年为截至 10 月 8 日的资料快照，不代表投票前最终席位。）

图 2：1934 年以来美国中期选举前众议院两党席位差距（席）




资料来源：美国众议院官网，长江证券研究所（注：①1934—2022 年取全国中期选举日前一日的实际在任席位，计入此前已生效的补选及转党，空缺席位单列；②席位差距为民主党方减去共和党方，包含已明确归属对应党团的其他党派及独立议员，归属未明确者不计入，早期年份存在归属资料限制；③仅统计有表决权席位，包含议长，不含领地代表及驻地专员；④2026 年为截至 10 月 1 日的资料快照，不代表投票前最终席位。）

执政党在中期选举中容易失席，一个重要原因在于，选民对政府的期待未必能在执政前两年充分兑现，预期与现实的落差容易转化为对执政党的不满。上台后，执政党需要承担改善经济与社会现状的责任，但政策落实及其效果显现往往需要时间，若选民迟迟未感受到改善，便可能通过中期选举表达不满。

**而在评价执政表现时，经济与民生体感通常是最重要的变量。**历史上，经济衰退、通胀上升和生活成本压力最容易侵蚀执政党支持率，战争与安全危机、重大改革引发的社会争议、政治丑闻及政府诚信问题也可能加剧这一过程，且多重负面因素叠加时，席位损失往往更为明显。需要注意的是，选民并不完全是依据 GDP 等宏观指标作出判断，就业、收入、物价和公共安全等更直接的生活感受，往往才是决定其阶段性评价的关键。

表 2：经济与民生是执政党在中期选举中失利的主要原因

| 主要原因 | 年份 | 总统 | 执政党 |
|---|---|---|---|
| 经济衰退、通胀与民生压力 | 1938 | 富兰克林·罗斯福 | 民主党 |
| | 1946 | 哈里·杜鲁门 | 民主党 |
| | 1954 | 德怀特·艾森豪威尔 | 共和党 |
| | 1958 | 德怀特·艾森豪威尔 | 共和党 |
| | 1978 | 吉米·卡特 | 民主党 |
| | 1982 | 罗纳德·里根 | 共和党 |
| | 1990 | 乔治·H.W.布什 | 共和党 |
| | 2010 | 贝拉克·奥巴马 | 民主党 |
| | 2022 | 乔·拜登 | 民主党 |
| 战争长期化、军事行动与国家安全压力 | 1942 | 富兰克林·罗斯福 | 民主党 |
| | 1950 | 哈里·杜鲁门 | 民主党 |
| | 1966 | 林登·约翰逊 | 民主党 |
| | 1970 | 理查德·尼克松 | 共和党 |
| | 2006 | 乔治·W.布什 | 共和党 |
| 重大政策调整改革与社会议题引发反弹 | 1994 | 比尔·克林顿 | 民主党 |
| | 2018 | 唐纳德·特朗普 | 共和党 |
| 政治丑闻与政府诚信危机 | 1974 | 杰拉尔德·福特 | 共和党 |

资料来源：美国劳工统计局，美国众议院历史档案馆，美国参议院官网，美联储历史官网，皮尤研究中心，盖洛普，长江证券研究所（注：同一届中期选举可能同时受到多类因素影响，表中按照当时最主要的政治经济矛盾归类，并选取典型年份展示。）

**历史经验来看，执政党若要打破中期选举的“惯性失席”，通常需要出现足以抵消常规问责效应的强正向变量。**1934 年以来已完成的 23 次中期选举中，仅有 3 次出现总统所属党在参众两院席位均实现净增加或持平，分别是 1934 年罗斯福、1998 年克林顿和 2002 年小布什任内的中期选举。

三次例外背后的触发因素并不相同：1934 年受益于新政推动下的经济修复，1998 年对应经济高景气叠加共和党弹劾策略失误，2002 年则受“9·11”事件后的举国团结效应推动。**但其共同点在于，均出现了足以显著改善选民对执政党阶段性评价的强变量，从而抵消了中期选举通常存在的执政问责效应。**

图 3：众议院三次增加席位均存在足以抵消中期惩罚的强条件

| 年份 | 总统 | 政党 | 席位变化 | | 控制权变化 | 关键条件 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 众议院 | 参议院 | | |
| 1934 | 富兰克林·罗斯福 | 民主党 | +9 | +9 | 巩固两院控制权 | 经济触底回升，新政快速落地并获得选民认可 |
| 1998 | 比尔·克林顿 | 民主党 | +4 | 0 | 逆势增席，但未夺回控制权 | 经济维持高景气，共和党推动弹劾引发选民反感 |
| 2002 | 乔治·W·布什 | 共和党 | +8 | +2 | 增席并夺回参院控制权 | “9·11”后形成“聚旗效应”共和党获得安全议题优势 |

资料来源：美国国家档案与记录管理局，长江证券研究所

# 三次例外：强变量抵消中期逆风

如果说“中期失席”是执政党的常态，那么更值得追问的是，什么情况下这一规律会被打破。1934 年以来，执政党在中期选举中实现参众两院席位均净增加或持平的情形仅出现过三次，说明单纯依靠正常的政策推进，通常不足以抵消中期逆风。

**复盘来看，三次例外背后的触发因素虽不相同，但均出现了足以抵消中期选举常规问责效应的强正向变量，使执政党实现逆势增席。**不过，增席并不必然意味着控制权逆转：1934 年民主党进一步巩固了两院多数党地位，1998 年民主党虽增加众议院席位，但未改变共和党控制两院的格局，2002 年共和党则通过增席重新夺回参议院控制权。这表明，强正向变量有助于执政党抵消中期逆风，但能否进一步改变国会控制权，还取决于选举前的席位格局及多数党门槛。

# 1934 年：罗斯福新政重振经济，政策转向获认可

**1934 年，罗斯福新政重振经济，政策成效成为民主党逆势增席的核心支撑。**罗斯福就任时，美国仍深陷大萧条，实际 GDP 较 1929 年累计下降近 30%，失业率接近 25%，连续的银行挤兑使金融体系濒临停摆，选民对胡佛政府的有限干预已明显失去信心。

**新政府上台后，迅速转向更积极的政府干预。**先后通过银行休业、《紧急银行救济法》和“炉边谈话”稳定金融体系与居民信心，随后密集推出农业补贴、直接救济、青年就业、公共工程和流域开发等政策，联邦政府由有限干预转向直接参与经济救助。

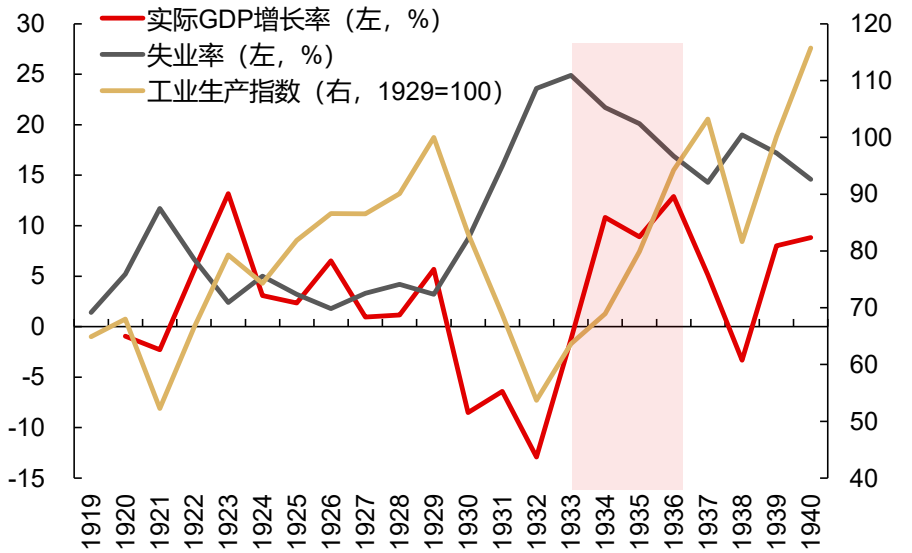
表 3：罗斯福新政围绕金融稳定、收入救济和就业支持等领域快速展开

| 政策领域 | 法案名称 | 签署生效时间 | 核心措施 |
|---|---|---|---|
| 银行与金融 | 《紧急银行救济法》 | 1933年3月9日 | 对银行实施全面审查，允许资质合格者复业，并向经营困难银行提供资金支持 |
| | 《1933年证券法》 | 1933年5月27日 | 强制证券发行信息披露，追究虚假陈述责任 |
| | 《1933年银行法》 | 1933年6月16日 | 强制将商业银行与投资银行业务分离，建立联邦存款保险制度 |
| 农业救济 | 《农业调整法》 | 1933年5月12日 | 设立农业调整管理局，补贴农民减产，压降农产品过剩并提高价格 |
| 失业救济 | 《紧急保护工作法》 | 1933年3月31日 | 组织失业青年参与造林、水土保持等公共工程 |
| | 《联邦紧急救济法》 | 1933年5月12日 | 向各州拨款，开展直接救济和以工代赈 |
| 工业复兴与以工代赈 | 《全国工业复兴法》 | 1933年6月16日 | 制定行业竞争规则，规范工资工时并支持集体谈判 |
| 区域开发 | 《田纳西河流域管理局法》 | 1933年5月18日 | 建立田纳西河流域管理局，推进流域防洪、发电、航运和区域综合开发 |

资料来源：美联储历史官网，美国证券交易委员会，美国农业部，美国国家公园管理局官网，长江证券研究所

**到 1934 年，虽然美国经济尚未恢复至危机前水平，但“最坏阶段已经过去”的感受已经形成。**银行秩序基本稳定，实际 GDP 和工业生产明显反弹，农民收入与就业状况也开始改善，新政由政策承诺逐步转化为可以感知的经济修复。选民因此认可罗斯福在稳定金融、缓解失业和推动经济复苏方面的成效，并通过中期选举支持其继续推进改革。最终，民主党在众议院和参议院各净增 9 席，进一步巩固了其在参众两院的多数党地位。

图 4：罗斯福新政重振美国经济，失业率明显下降，工业生产修复




资料来源：GMD，FRED，长江证券研究所

## 1998 年：克林顿时期增长强劲，共和党弹劾偏离民意

**1998 年，强劲经济托底克林顿支持率，共和党弹劾策略反而形成逆向动员。**克林顿第二任期内，美国经济保持较快增长，失业率持续下降，通胀温和，联邦财政也由赤字转向盈余，良好的经济表现构成了民主党最重要的基本盘。莱温斯基丑闻曝光后，克林顿个人诚信虽受到质疑，但多数选民并未因此否定其整体执政表现，工作支持率始终维持在 60%以上，说明经济治理成效在很大程度上削弱了丑闻对执政评价的冲击。

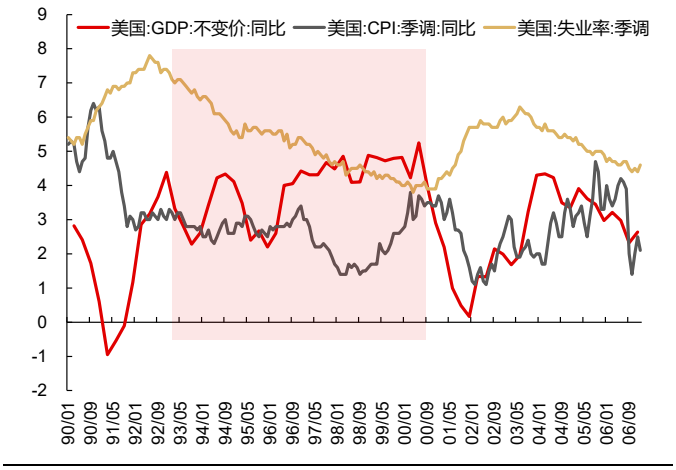
**更关键的是，共和党将弹劾推至竞选核心，反而偏离了当时多数选民的政策偏好。**选举前不到一个月，共和党正式启动弹劾调查，但当时多数选民虽然不认同克林顿的个人行为，却同样反对以弹劾和罢免作为处理方式。共和党的持续加码因此被部分独立选民和温和派视为政治过度，不仅未能进一步削弱民主党，反而促使部分中间选民倾向于维持既有经济与政治秩序，同时提高了民主党支持者的投票意愿。

**最终，民主党在众议院逆势净增 5 席[1]，参议院席位持平，共和党虽保住众议院多数，但席位优势进一步收窄，分立政府格局延续，共和党籍的金里奇随后也宣布不再竞选议长**

[1] 注：此处“民主党在众议院逆势净增 5 席”是按选后席位与选前实际持有席位之差计算，1998 年民主党众议院席位由 206 席增至 211 席，净增 5 席。图一采用的是 UCSB 口径，主要比较本次与上一次选举产生的初始党派构成，采用 207 席作为比较基数，记为净增 4 席。

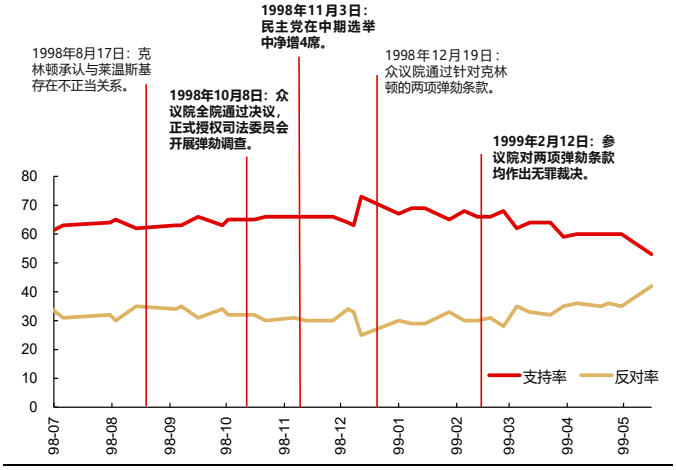
**并辞去众议员职务。**

图 5：克林顿任期内 GDP 增速维持高位，失业率下降，通胀温和(%)




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：克林顿的支持率在整个弹劾程序期间始终保持高位（%）




资料来源：美国国家档案与记录管理局，美国众议院书记员办公室，美国参议院官网，UCSB，长江证券研究所

## 2002 年：“911”触发聚旗效应，反恐行动凝聚民意

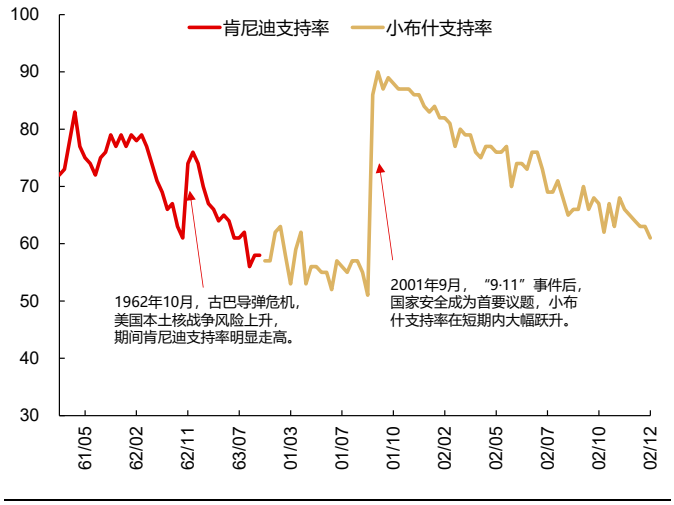
**2001 年 9 月美国本土遭袭触发“聚旗效应”，国家安全议题成为共和党在 2002 年中期选举中争取选民支持的重要因素。**2001 年 9 月 11 日，恐怖分子劫持民航客机，袭击纽约世界贸易中心和华盛顿五角大楼，造成重大人员伤亡，震动美国社会。由于“9·11”事件直接发生在美国本土，公众对外部威胁和国家安全的关注显著上升。

在重大安全危机初期，选民往往暂时淡化党派分歧，转而支持总统和联邦政府维护国家安全，这一“聚旗效应”推动时任总统小布什的支持率由袭击前的 51%迅速升至 86%，随后一度达到 90%。

**小布什政府也迅速采取一系列应对措施：**对外，于 2001 年 10 月发动阿富汗战争，打击“基地”组织及支持其活动的塔利班政权；对内，推动通过《爱国者法案》，扩大反恐调查权限，成立运输安全管理局，并推动建立国土安全部，强化本土反恐与安全防范能力。上述举措使反恐与国家安全持续成为政策焦点，使共和党更容易获得关注国家安全议题的选民支持，为其在 2002 年中期选举中争取支持创造了有利条件。

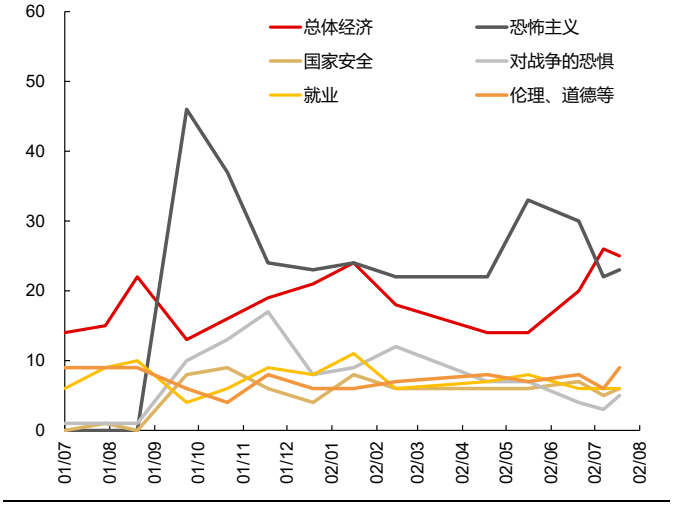
**更关键的是，小布什的高支持率进一步转化为对共和党候选人的支持。**中期选举前，共和党在反恐、军事行动和维护本土安全等议题上的认可度明显高于民主党，小布什又在竞选末段密集为关键州候选人站台，将总统个人声望进一步传导至同党候选人。在国家安全议题主导选民判断的背景下，传统的中期“执政问责”效应被明显削弱。最终，共和党在众议院净增 8 席、参议院净增 2 席，不仅扩大了众议院多数席位，还重新夺回参议院控制权，使美国由分立政府转为统一政府，成为历史上少数在中期选举中同时实现两院增席的执政党。

图 7：重大本土安全事件后总统支持率往往跃升产生“聚旗效应”(%)




资料来源：UCSB，盖洛普，长江证券研究所

图 8：“9·11”事件后，恐怖主义成为民众最关心的议题（%）




资料来源：盖洛普，长江证券研究所（注：图中数据为美国公众认为“当前美国面临的最重要问题”的受访者比例）

**总结而言，历史经验表明，要抵消中期选举的常规逆风，往往需要出现足以显著改变选民阶段性判断的强变量。**

1934 年的核心在于经济由失序转向修复，政策效果快速转化为就业、收入和金融稳定等可感知的宏观环境改善；1998 年则是在经济基本盘稳固的基础上，对手出现明显策略失误，反而在一定程度上改善了民主党的选举处境；2002 年则源于重大安全冲击触发“聚旗效应”，总统支持率迅速上升并进一步传导至国会选票。

三次案例机制虽不相同，但共同点在于，只有当强变量足以重塑选民对执政党的整体评价，并进一步转化为实际投票意愿时，执政党才更有可能抵消中期逆风、实现增席。

# 现实检验：当前仍缺少例外条件

回归现实，当前共和党尚未出现足以显著改变选民阶段性评价的强正向变量。无论是经济修复情况、对手表现，还是安全事件带来的政治红利，目前都缺乏强变量变化。

## 经济修复：尚未形成民生改善红利

**政策承诺能否兑现会影响选民对政府执政能力的评价，但“政策落地”并不等同于“选举回报”，关键仍在于政策能否转化为选民可感知的改善。**近三届中期选举中，奥巴马、特朗普和拜登政府均推动了医改、减税、基础设施及气候政策等标志性立法，但执政党最终都在众议院失席。其背后反映的是，选民对执政表现的判断并不单纯取决于政府“做了什么”，而更取决于政策能否最终改善就业、收入、物价和公共安全等切身感受。

**对当前共和党而言，主要压力也并非缺少政策行动，而是部分政策成果尚未充分转化为民生体感。**特朗普第二任期以来，减税承诺已基本完成立法，边境管控、关税和贸易执法等领域也取得阶段性进展；但降低物价和生活成本、结束欧洲和中东冲突等结果型承诺仍未完全兑现。因此，本轮中期选举真正需要观察的，并非共和党的政策推进速度，而是未来一年这些政策能否进一步转化为居民收入、物价和安全环境的实际改善。若选民体感仍未明显好转，经济民生与外交局势仍将构成共和党的主要选举压力。

表 4：近三届中期选举，政府核心竞选承诺兑现程度分化

| 年份 | 总统 | 执政党 | 核心竞选承诺 | 兑现判断 |
|---|---|---|---|---|
| 2014年 | 奥巴马 | 民主党 | 保护并全面实施《平价医疗法案》 | 基本兑现 |
| | | | 永久延续中低收入家庭所得税减税，恢复高收入家庭较高的所得税率 | 基本兑现 |
| | | | 通过全面移民改革并建立入籍路径 | 推进有限 |
| | | | 推动就业和经济复苏，未来四年新增100万个制造业岗位 | 部分兑现 |
| 2018年 | 特朗普1.0 | 共和党 | 大幅降低企业所得税率 | 基本兑现 |
| | | | 废除并替代《平价医疗法案》 | 未兑现 |
| | | | 在美墨边境修建实体墙 | 推进有限 |
| | | | 提振经济和恢复就业，未来10年创造2500万个新增就业岗位 | 部分兑现 |
| 2022年 | 拜登 | 民主党 | 解决疫情带来的公共危机，确保新冠疫苗免费接种 | 基本兑现 |
| | | | 通过大规模基础设施投资法案 | 基本兑现 |
| | | | 应对气候危机与追求环境正义，重新加入《巴黎协定》 | 基本兑现 |
| | | | 为符合条件的无证移民建立入籍路径 | 推进有限 |

资料来源：共和党纲领，民主党纲领，美国联邦政府官方文献档案平台，美国劳工统计局，美国国会图书馆，美国国家档案与记录管理局，长江证券研究所（注：核心竞选承诺根据正式党纲、候选人竞选政策文件及接受提名演讲筛选，优先选择竞选期间反复强调、与选民主要关注议题相关，且能够在中期选举前观察政策进展和实际结果的承诺。兑现判断同时考虑政策是否落地及其是否转化为可感知结果。）

表 5：特朗普 2.0 时期经济与外交目标尚未兑现

| 核心竞选承诺 | 兑现判断 |
| --- | --- |
| **结束通胀，迅速降低物价** | **未兑现**：采取了政策行动，通胀虽较高点明显回落，但住房、食品等居民核心支出压力仍存，物价水平尚未出现竞选承诺中的快速下降。 |
| **封锁南部边境，阻止非法入境** | **部分兑现**：边境政策及非法入境数据均发生明显变化，但完整边境墙及全面控制目标尚未全部完成。 |
| **实施“美国优先”经济与贸易政策，以对等关税纠正不公平贸易并缩小贸易逆差** | **部分兑现**：年内累计贸易逆差较上年同期收窄，但月度数据波动较大；互惠贸易立法、制造业回流等长期目标仍有待验证。 |
| **永久延长特朗普减税，并对小费收入免税** | **基本兑现**：核心税收承诺已经完成立法并进入实施阶段，尽管部分新增减免并非永久且存在适用限制。 |
| **恢复欧洲与中东和平并结束俄乌战争** | **未实现**：外交斡旋和谈判已经开展，但欧洲和平及结束俄乌战争的核心结果尚未实现，且特朗普政府推高美伊对抗烈度，令双边冲突急剧升级。 |

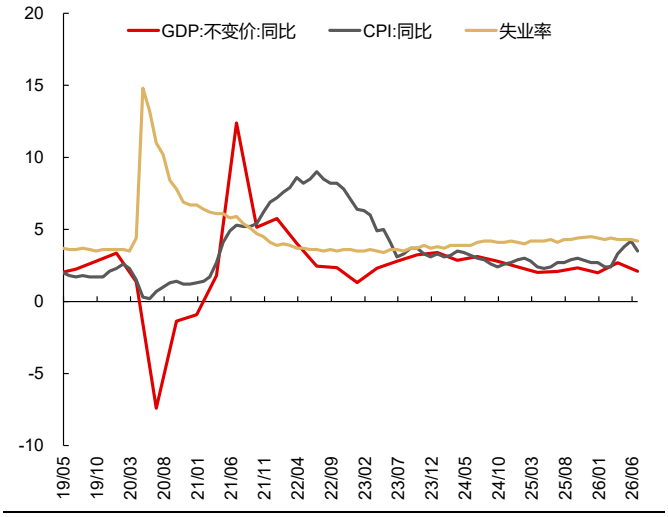
资料来源：共和党纲领，美国国会图书馆，美国劳工统计局，美国经济分析局，美国国防部，长江证券研究所

**从选民体感来看，经济、就业和生活成本仍是最受关注的议题。**相较于 GDP、失业率等宏观指标，居民更关注收入增长能否覆盖食品、住房、医疗等日常支出，以及就业机会是否稳定。

**具体来看，当前物价水平仍处高位，能源价格反弹又增加生活成本压力，使得宏观经济的韧性难以转化为居民对经济状况的积极评价。**2026 年二季度，美国实际私人国内最终需求环比折年增长 4.6%，表明内需仍具一定韧性。但问题在于，在通胀等选民首要关切的议题上，民众的体感并不好：关税和地缘冲突升级带来的接连冲击，导致通胀去化进程缓慢。不仅如此，名义薪资增速持续下行，进一步挤压居民实际购买力，使居民体感进一步转弱。

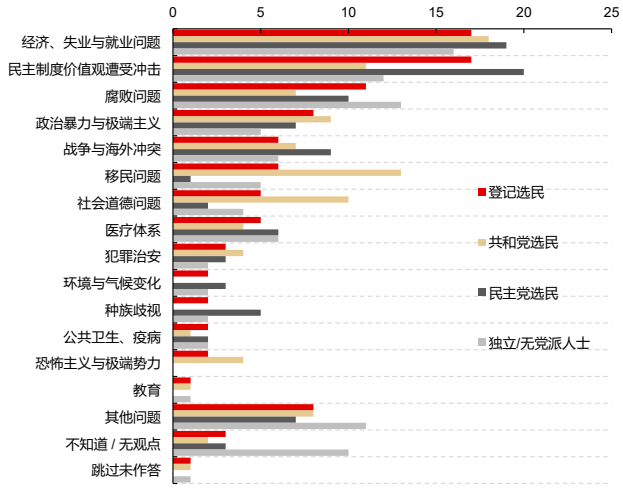
所以总的来看，当前美国经济既未经历类似大萧条后的低基数修复，还面临高物价尚未完全缓解、地缘冲突重新推升通胀的现实约束，因此较难形成类似 1934 年新政初期那种能够显著扭转选民评价的经济修复红利。

图 9：美国经济仍有韧性，通胀回落但压力仍存（%）




资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：经济、就业与生活成本是当前选民首要关切（%）




资料来源：Ipsos，长江证券研究所（注：①数据来源于 7 月 24 日至 26 日的民调；②该指标为各群体中将相应议题视为“美国当前最重要问题”的受访者占比，数值越高，表明该群体对这一议题的关注度越高。）

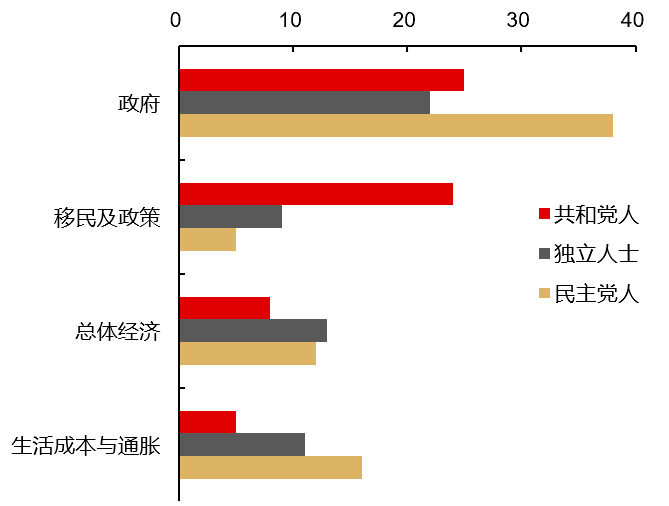
## 对手表现：尚未出现重大策略失误

对手表现方面，民主党在经济议题上尚未建立起压倒性优势，但其议题选择与选民的总体关切基本一致。这意味着，共和党虽然没有在经济问题上被民主党全面压制，但也尚未形成足以扭转选民评价的明显优势。

**从议题优先次序看，民主党选民在关注政府与民主制度相关议题的同时，对总体经济、生活成本和通胀亦保持较高关注，其关注结构与整体登记选民基本一致。**在党派能力评价方面，认同民主党与共和党经济政策的比例分别为 37%和 36%，两党基本处于持平状态；而在医疗、教育、堕胎、环境与气候等民生议题上，民主党在相关议题上的认可度相对较高。因此，民主党既未回避选民最为关注的经济民生问题，又能依托传统优势议题稳固自身基本盘。

**更重要的是，目前尚未出现类似 1998 年共和党过度押注弹劾、从而引发中间选民反感的重大议题误判。在经济民生尚未明显改善的背景下，民主党若能维持对核心议题的关注，并依托传统优势议题稳固基本盘，就更可能将选民对执政党的不满转化为对自身的支持。**

图 11：民主党人对经济民生的关注与整体选民较为一致（%）




资料来源：盖洛普，长江证券研究所（注：①图中表示各议题在不同党派选民中的提及比例；②数据来源于 7 月 27 日的民调）

图 12：民主党经济认可度与共和党基本持平，部分民生议题占优(%)

| 政策领域 | 认同民主党 | 认同共和党 | 均不认同 | 相对优势 |
|---|---|---|---|---|
| 犯罪治理 | 29 | 43 | 25 | 14 |
| 移民 | 36 | 41 | 21 | 5 |
| 动用军事力量 | 35 | 36 | 27 | 1 |
| 人工智能 | 22 | 23 | 51 | 1 |
| 经济 | 37 | 36 | 25 | 1 |
| 外交 | 36 | 35 | 28 | 1 |
| 应对财政赤字 | 33 | 31 | 33 | 2 |
| 性少数群体 | 37 | 34 | 27 | 3 |
| 教育 | 41 | 32 | 25 | 9 |
| 堕胎 | 42 | 32 | 24 | 10 |
| 医疗保健 | 42 | 28 | 28 | 14 |
| 环境与气候 | 44 | 30 | 24 | 14 |

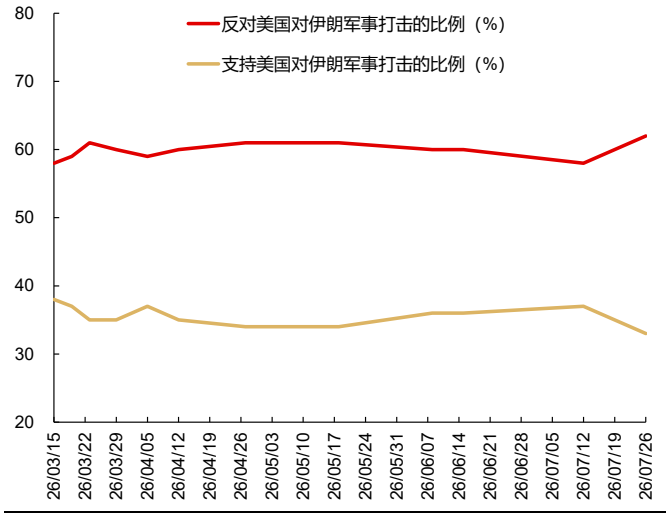
资料来源：皮尤研究中心，长江证券研究所（注：①表中表示反映美国民众对不同党派在各政策领域的认同占比；②数据来源于 7 月 6 日至 12 日的民调）

## 外交安全：无“聚旗效应”，甚至是负面拖累

**外交安全方面，美伊冲突尚未形成类似 2002 年的安全议题红利，反而加剧了经济和通胀压力。**美伊局势升级以来，反对美国对伊朗采取军事行动的民众比例始终维持在六成左右。与此同时，两党围绕战争授权和军费规模的分歧持续扩大，冲突并未形成跨党派团结。与 2002 年美国本土遭袭后形成的“聚旗效应”不同，冲突并未提升总统支持率。

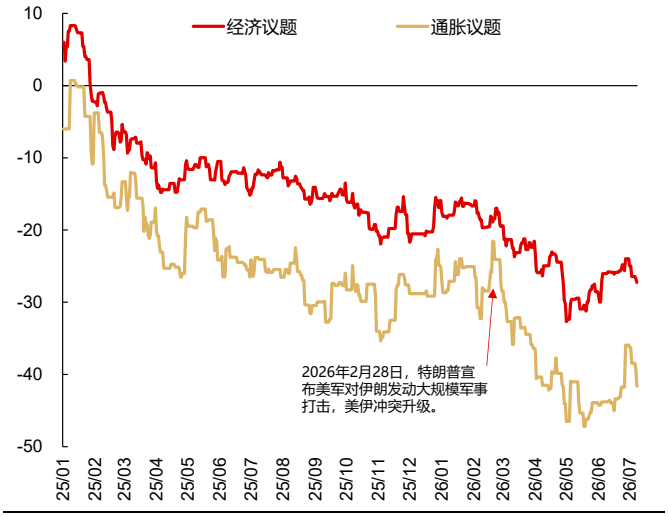
**相反，冲突对油价、运输成本和通胀预期的影响，进一步加重了居民的生活成本焦虑。**益普索民调显示，64%的受访者表示汽油价格上涨已经影响家庭财务，59%不相信结束战争的谈判能够使油价恢复正常。受此影响，特朗普在经济和通胀议题上的净支持率进一步走低，原有的经济和外交负面评价反而得到强化。

图 13：美国民众对美伊军事行动的反对比例保持高位




资料来源：Ipsos，长江证券研究所（注：基于多期调查整理，数据截至 2026 年 7 月 26 日）

图 14：美伊冲突升级后，特朗普经济与通胀净支持率进一步走低(%)

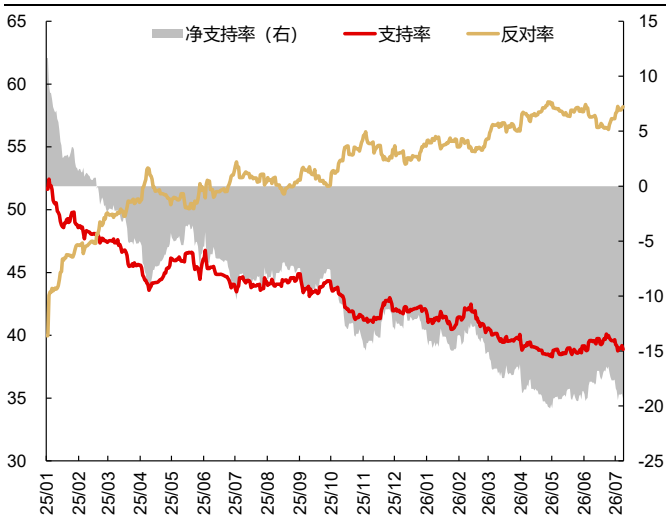



资料来源：Silver Bulletin，长江证券研究所

**总结来看，经济与外交压力最终集中反映在总统支持率和国会投票意向上。**特朗普第二任期支持率持续走低，反对率长期高于支持率，经济、物价和战争等负面评价尚未被新的有利因素抵消。更值得关注的是，这种对总统的不满已经开始影响国会投票决策。皮尤研究中心民调显示，42%的登记选民将今年的国会投票视为反对特朗普，仅 22%将其视为支持特朗普；与此同时，民主党在国会通用投票意向中的领先幅度已扩大至 2026 年 7 月的 6 个百分点。

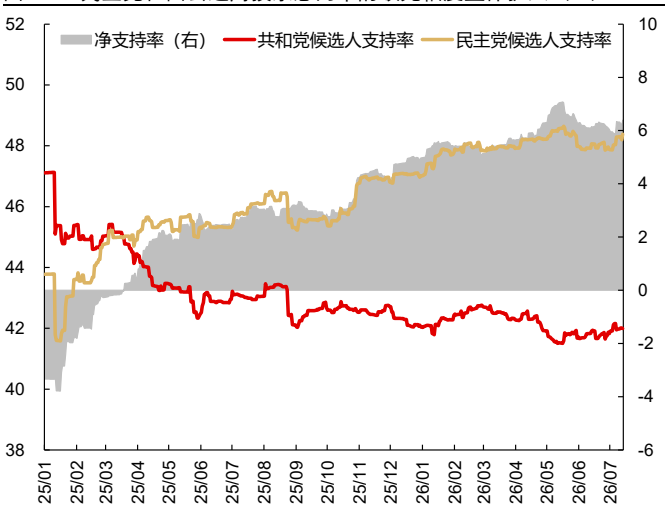
总体来看，当前共和党尚未出现足以抵消中期选举逆风的有利条件：经济修复尚未形成明显的民生改善红利，民主党也未发生类似 1998 年的重大议题误判，美伊冲突更未形成跨党派团结。**在此背景下，特朗普的低支持率正逐步转化为共和党国会候选人的全国性选举压力。**

图 15：特朗普任期内支持率持续低位，净支持率明显为负（%）




资料来源：Silver Bulletin，长江证券研究所

图 16：民主党在国会通用投票意向中的领先幅度整体扩大（%）




资料来源：Silver Bulletin，长江证券研究所

# 基准情景：丢失众院，守住参院

**对比美国历任总统的支持率水平，特朗普第二任期缺乏足够的民意缓冲。**特朗普支持率大部分时间处于 35%-45%的偏低区间，在 1945 年以来历任总统中处于较低水平。总统支持率反映选民对经济、物价、外交和政府治理的综合评价，也会直接影响同党国会候选人面临的全国性选举环境。当前经济与战争带来的外部压力尚未明显缓解，即使特朗普支持率在选前有所回升，若仍显著低于 50%，共和党也难以依靠其个人声望有效对冲中期选举中面临的常规逆风。

图 17：1945 年以来美国总统中，特朗普 2.0 支持率表现较差（%）



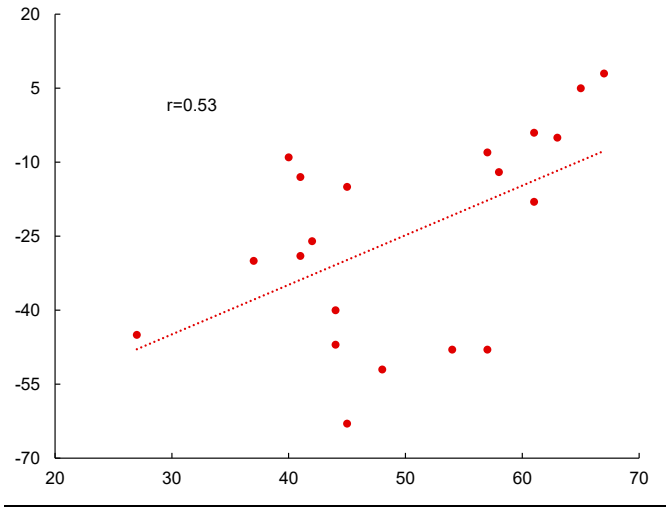

资料来源：UCSB，长江证券研究所

**但正如报告第一部分所述，由于两院改选机制不同，总统支持率与两院选举结果的相关性也存在明显差异。**1946-2022 年数据显示，总统支持率对执政党众议院席位变化的指示意义更强，对参议院的影响相对有限；与此同时，改选席位结构对参议院选举结果的影响更为明显，而对众议院相对较弱。2026 年参议院共改选 35 席，其中 22 席由共和党持有，共和党面临的改选席位更多，但多数席位所在州党派基础较为稳固，最终控制权仍取决于少数竞争性席位的争夺。

**综合来看，特朗普持续偏低的支持率首先对共和党众议院选情形成压力；参议院则需更多关注本轮改选席位结构及竞争性席位的分布。**

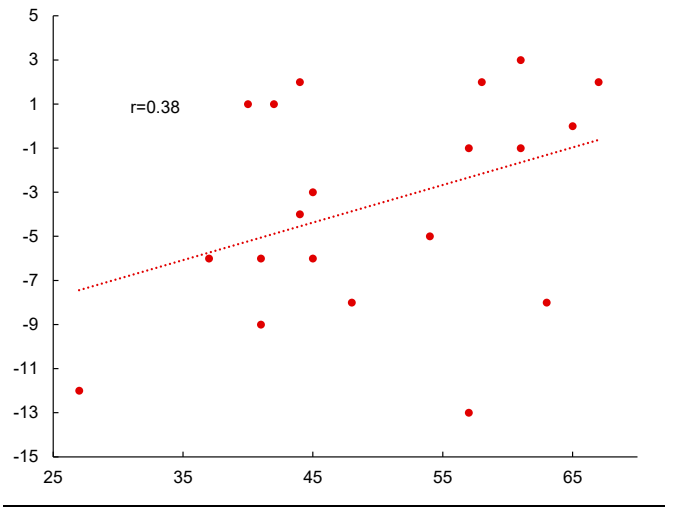


图 18：总统支持率越低，执政党众议院净失席通常越多



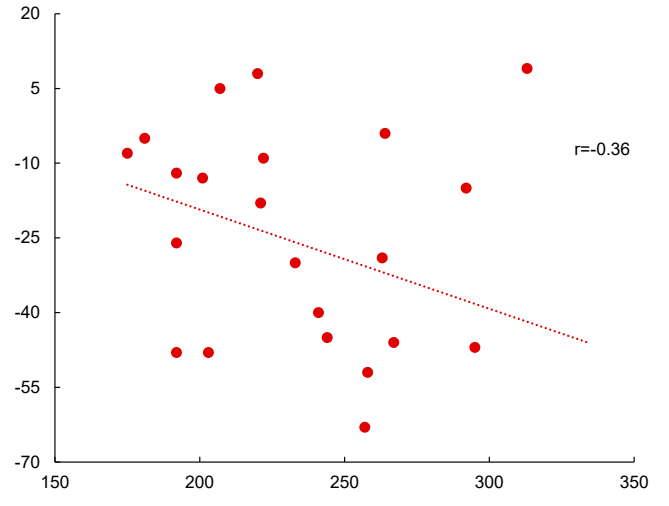

资料来源：UCSB，长江证券研究所（注：①数据样本区间为 1946 至 2022 年；②其中横轴为中期选举前总统支持率，纵轴为执政党中期选举中众议院的席位净变化）

图 19：参议院席位变化与总统支持率的相关性相对较弱



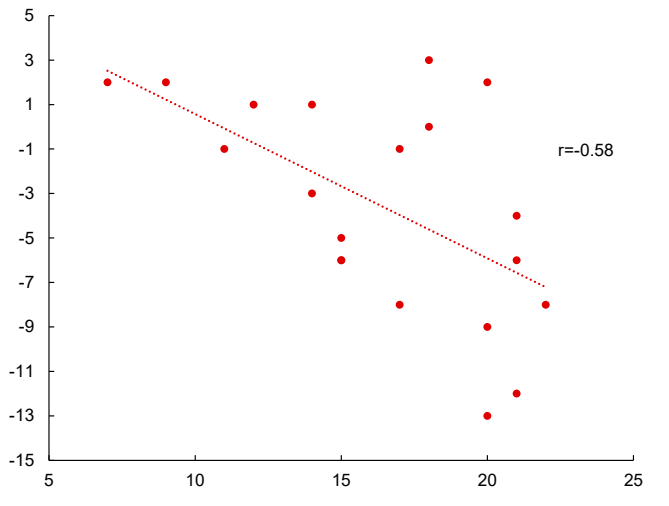

资料来源：UCSB，长江证券研究所（注：①数据样本区间为 1946 至 2022 年；②其中横轴为中期选举前总统支持率，纵轴为执政党中期选举中参议院的席位净变化）

图 20：众议院席位变化与持有席位数量的相关性相对较弱




资料来源：UCSB，长江证券研究所（注：①数据样本区间自 1934 年起至 2022 年；②其中横轴是中期选举之前执政党在众议院持有的席位数量，纵轴为执政党中期选举中众议院的席位净变化）

图 21：参议院防守席位越多，执政党净失席通常越多




资料来源：UCSB，长江证券研究所（注：①数据样本区间自 1934 年起至 2022 年；②其中横轴是在当年参议院全部改选席位中，执政党原本持有、需要争取保住的席位数量，纵轴为执政党中期选举中参议院的席位净变化）

**综合历史规律、当前民意、改选结构以及评级机构和预测市场信息，我们初步判断：共和党大概率守住参议院，但众议院控制权面临较高易手风险。**参议院方面，多数评级机构预计共和党可获得 49-52 席，另有 1-4 席处于摇摆状态；民主党需要较当前净增 4 席才能达到 51 席，而多数共和党防守席位位于党派基础较稳固的州，因此改选数量较多尚不足以抵消共和党在多数防守州党派基础较稳固的有利条件。众议院方面，共和党当前多数本就有限，三家评级机构虽显示其在已归类席位中领先民主党 6-9 席，但仍有 15-18 个摇摆选区，且多数由共和党持有。在特朗普支持率偏低、全国国会通用选票向民主

党倾斜的背景下，一旦竞争性选区集中失守，众议院多数席位便可能易手。Kalshi 对民调、筹资和最新政治事件反应更快，目前给出民主党夺回众议院约 82%的概率，判断明显较传统评级机构更偏向民主党。若共和党失去任一院，美国将由一致政府转向分立政府，特朗普后半任期的立法和财政议程将受到更强约束；若众议院易手，行政部门面临的国会调查、听证和监督压力也可能明显上升。

图 22：评级机构显示共和党略占优，预测市场押注民主党夺回众议院

| | | 共和党 | 民主党 | 摇摆选区 |
|---|---|---|---|---|
| 现状 | | 219 | 212 | 4* |
| 共识预测 | | 210 | 208 | 17（13红4蓝） |
| 评级机构 | 萨巴托水晶球 | 213 | 207 | 15（12红3蓝） |
| | 库克政治报告 | 212 | 205 | 18（14红4蓝） |
| | 选情内参 | 215 | 206 | 14（11红3蓝） |
| 预测市场 | Kalshi | 208 | 225 | 2（1红1蓝） |

资料来源：270towin，长江证券研究所（注：*表示空缺席位数量，“红”表示该选区当前为共和党持有，“蓝”表示该选区当前为民主党持有，数据截至 7 月 24 日）

图 23：共和党守住参议院的概率较高，胜负取决于少数摇摆席位

| | | 共和党 | 民主党 | 摇摆选区 |
|---|---|---|---|---|
| 现状 | | 53 | 47（含2名独立议员） | |
| 共识预测 | | 49 | 47（含2名独立议员） | 4（3红1蓝） |
| 评级机构 | 萨巴托水晶球 | 49 | 47（含2名独立议员） | 4（3红1蓝） |
| | 库克政治报告 | 49 | 47（含2名独立议员） | 4（3红1蓝） |
| | 选情内参 | 52 | 45（含2名独立议员） | 3（1红2蓝） |
| 预测市场 | Kalshi | 49 | 50（含2名独立议员） | 1（红） |

资料来源：270towin，长江证券研究所（注：“红”表示该选区当前为共和党持有，“蓝”表示该选区当前为民主党持有，数据截至 7 月 24 日）

# 风险提示

1、**选前政治与经济环境可能发生超预期变化。**美国经济、通胀、就业及美伊冲突等因素仍在演变，重大政策调整、突发安全事件、候选人变动或政治丑闻均可能迅速改变总统支持率、选民议题排序及竞争性选区格局，使实际结果偏离当前基准情景。

2、**历史经验和相关性分析存在一定局限。**历届中期选举样本数量有限，不同时期的经济环境、党派极化程度和选举制度存在差异，总统支持率、席位暴露程度与选举结果之间的相关关系也不等同于因果关系，历史规律未必能够完整解释本轮选举。

3、**民调、评级与预测市场可能存在测量偏差。**各机构在样本构成、可能投票者模型和席位评级标准上存在差异，预测市场还会受到交易深度和短期事件影响；选区重划诉讼及候选人筹资变化也可能导致竞争性席位数量和党派判断后续调整。

4、**选民投票率及动员效果可能超预期。**中期选举结果不仅取决于选民的党派倾向，也取决于不同群体的实际投票意愿。若两党支持者、独立选民及关键摇摆选区选民的投票率出现超预期变化，或竞选末段的组织动员显著改变选票分布，实际席位归属及两院控制权可能偏离当前判断。

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为： | |
| | 看　　好： | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | 中　　性： | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | 看　　淡： | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为： | |
| | 买　　入： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10% |
| | 增　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间 |
| | 中　　性： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | 减　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。