下载日志已记录，仅供内部参考



报告日期 2026 年 10 月 28 日

# 2026 年美国中期选举会改变什么？

**分析师：段超**
S0190516070004
duanchao@xyzq.com.cn
**分析师：卓泓**
S0190519070002
zhuohong@xyzq.com.cn
**研究助理：张景雯**
zhangjingwen1@xyzq.com.cn

**相关研究**

【兴证宏观】20261027-卢拉连任巴西总统的宏观和市场影响-2026.10.27

【兴证宏观】盈利与汇率韧性或助推人民币资产修复-2026.10.26

【兴证宏观】海外周报第 136 期：AI 担忧持续，全球科技承压-2026.10.25

## 投资要点：

- **美国中期选举是指总统四年任期中间举行的国会选举，今年正式选举日为 11 月 3 日。**今年中选众议院全部改选，参议院改选 35 席。2027 年 1 月 3 日，第 120 届国会正式就职，新一届国会的席位格局将决定特朗普政府后续立法议程面临的约束程度。

- **当前选情：民主党大概率夺回众议院，参议院两党席位接近且均未过半数，摇摆州成为关键。**关于美国中期选举结果，当前市场预期民主党横扫两院的概率最高，共和党守住参议院、丢失众议院的概率次之，两种情形合计概率达 90%以上。众议院方面，共识预测民主党将获得约 220 席，超过 218 席的多数门槛；共和党预计获得约 200 席，另有 15 席胶着，共和党大概率失守众议院。参议院方面，预测显示当前民主党党团暂时领先 1 席，两党预期席位均未达到多数，最终结果取决于 5 个摇摆州的归属。

  - **参议院选情胶着来源——原红州优势松动，共和党防守压力加剧。**当前 5 个摇摆州的现任参议员均属共和党。从初选参与度来看，部分摇摆州民主党初选投票人数较高，选民动员和跨党派投票情况值得关注；再从预测市场来看，5 个摇摆州中 4 州民主党胜选概率领先，美伊冲突对共和党胜率冲击明显。而原红州为何转为摇摆州，主要是经济成本压力、候选人因素及共和党选举策略失利。

- **经济韧性下特朗普选情压力主要来自民生体感不佳，通胀与 AI 红利分化加剧居民压力。**

  - **AI 投资虽然拉动经济增长，但增长红利并未充分惠及普通居民。**AI 投资主要集中于科技企业、资本及相关产业链，短期内对就业和居民收入的带动相对有限；同时，数据中心建设引发的能源消耗、土地占用和污染、就业替代等问题也加剧民众不满。

  - **高通胀持续压缩居民购买力，K 型分化加剧。**关税与能源冲击先后成为通胀的主要推手，叠加服务价格粘性，通胀回落面临阻力。10 月，多地联储也报告了地区内 K 型分化现象，经济压力开始向中等收入家庭蔓延。

- **最可能的两种中选结果下，特朗普施政空间会有何改变？**

  - **若民主党横扫两院，财政扩张、年度拨款及部分经贸政策更难推进。**特朗普政府基本丧失财政扩张主动权；民主党可通过调查、听证和人事任命确认权加强制衡，并推动收紧总统贸易授权、限制军事行动及加强 AI 监管。但总统否决权仍是关键制衡，相关法案短期内未必能够落地。**若民主党夺取众议院、共和党守住参议院，政策约束更多体现为众议院监督与立法阻力。**共和党仍掌握参议院，具备一定防守力，利于维持特朗普重要人事任命及部分政策议程。但民主党掌控下的众议院也会加强对特朗普政府的监督与立法阻力。

  - **特朗普可能会如何应对？**短期来看，特朗普或抓住中选后至新国会就任前窗口期锁定部分国防支出政策，但长期而言，中选失利下的特朗普或更加重视塑造政治遗产，其可能通过其行政权力和既有授权向地缘、贸易及 AI 等方面发力。

- **对资产定价而言，中选落地短期改变的是政治不确定性缓解，中长期改变的则是美国政策推进的空间与节奏，进而传导至资产定价。**1）美股：选举结束后的政治不确定性下降可能推动估值边际修复，但短期紧缩预期与 AI 业绩影响或更大。2）美债：短期仍受通胀和紧缩预期牵制，但长期财政约束可能缓和长端压力。3）美元：民主党横扫下美元承压，两院分治则短强长弱。4）黄金：更关注实际利率与美元变化。不过，短期内还有联储政策路径、中东局势和 AI 回报验证等变量存在，市场或继续维持偏防御姿态。

- 风险提示：美国中期选举结果超预期；全球地缘局势超预期变化



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

一、 美国中期选举.....3
（一） 中选的制度与流程.....3
（二） 中选现状：共和党大概率丢众议院，参议院也摇摇欲坠.....4
二、 经济韧性下，特朗普中选选情压力来源？.....7
三、 最可能的两种中选结果下，美国的政策走向.....11
四、 最可能的两种中选结果下，资产价格走势.....15
（一） 美股：历史上中选后偏强，短期仍受紧缩预期与 AI 业绩约束.....15
（二） 美债：短端仍受紧缩预期牵制，后续财政约束有望缓和长端压力.....16
（三） 美元：民主党横扫下美元承压，两院分治则短强长弱.....17
（四） 黄金：短期更关注实际利率与美元变化.....17

# 图目录

图 1、 2026 年美国中选流程.....3
图 2、 2026 年美国中选两院格局.....3
图 3、 2026 年美国中选众议院（左）、参议院（右）选情.....4
图 4、 今年 9 月特朗普偏低的支持率可能指向两院失守.....5
图 5、 不同初选形式：开放式允许选民跨党派投票，封闭式则对选民党派有约束.....5
图 6、 2026 年参议院摇摆州初选情况：阿拉斯加民主党得票数领先.....6
图 7、 5 个摇摆州中，共和党候选人仅在爱荷华州有更大的胜选概率.....6
图 8、 5 个摇摆州中，民主党候选人募资规模远高于共和党.....7
图 9、 中期选举期间，两党选民都最关心经济议题.....7
图 10、 关税、能源冲击接力推升通胀.....8
图 11、 中低收入群体面临的通胀压力更明显.....8
图 12、 若 2027 年发放 5000 美元“特朗普红利”，财政赤字率或升至 9.4% 10
图 13、 市场预期共和党至少丢一院的两种情形合计概率超过 90%.....11
图 14、 即使总统失去两院而否决行为增加，国会再推翻否决也并不容易..11
图 15、 历史样本均值显示中选后美股上涨.....16
图 16、 至少失守一院情形下，历史样本均值显示中选后美债长短端收益率有所回落.....17
图 17、 至少失守一院情形下，历史样本均值显示中选后美元指数持平或偏弱，金价小幅上涨.....18

# 表目录

表 1、 2026 年 10 月美联储褐皮书，多地联储均报告了消费 K 型分化现象..9
表 2、 中选前 3 个月，特朗普向能源、贸易和补贴三个方面积极做政策尝试.....10
表 3、 最可能的两种情形对应的可能的政策走向.....13
表 4、 美国 2027 财年 12 项年度拨款法案均未获得两院通过，仅有 3 项获众议院通过.....14



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

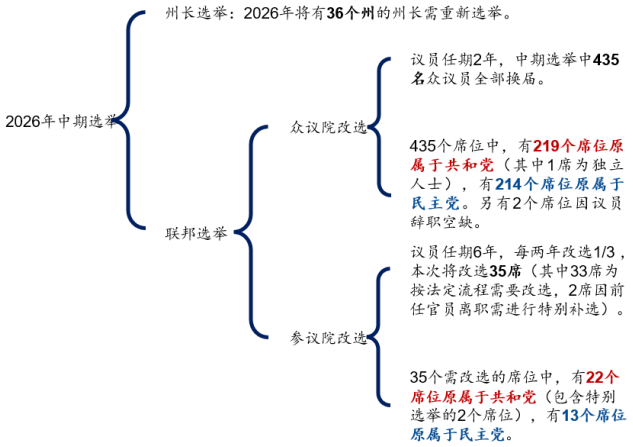


# 一、美国中期选举

## （一）中选的制度与流程

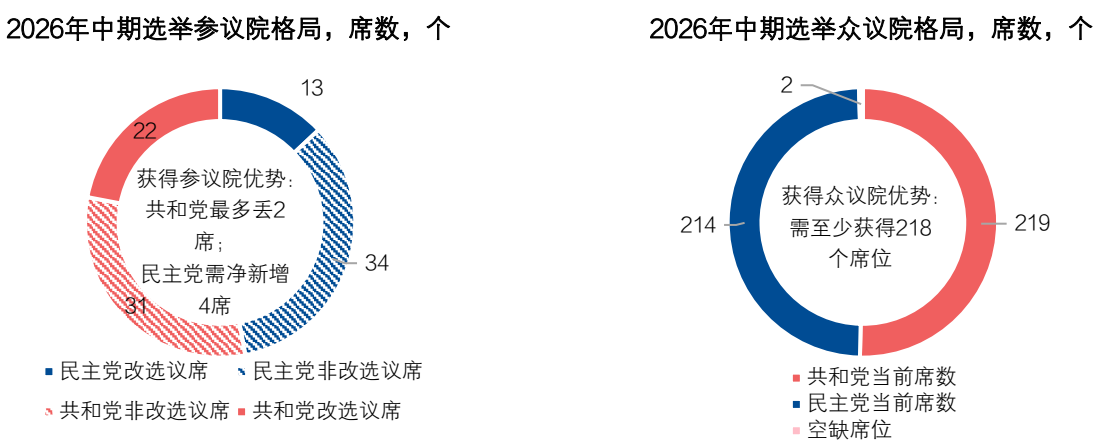
**美国中期选举是指总统四年任期中间举行的国会选举。**依据美国宪法第一条，众议院每两年改选一次，435 个席位全部参与选举；参议员任期为六年，每两年改选约三分之一席位，2026 年本届改选 35 席。此外，2026 年还将举行 36 场州长选举。关键时间节点方面，2026 年初至春季，各州陆续举行党内初选（Primary），确定正式候选人；9-10 月进入选前冲刺阶段，辩论与民调关注度升温；11 月 3 日为正式选举日，随后进入计票与结果确认阶段。2027 年 1 月 3 日，第 120 届国会正式就职，新一届国会的席位格局将决定特朗普政府后续立法议程面临的约束程度。

**图1、2026 年美国中选流程**




数据来源：Ballotpedia，兴业证券经济与金融研究院整理

**图2、2026 年美国中选两院格局**




数据来源：270towin，wikipedia，兴业证券经济与金融研究院整理



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



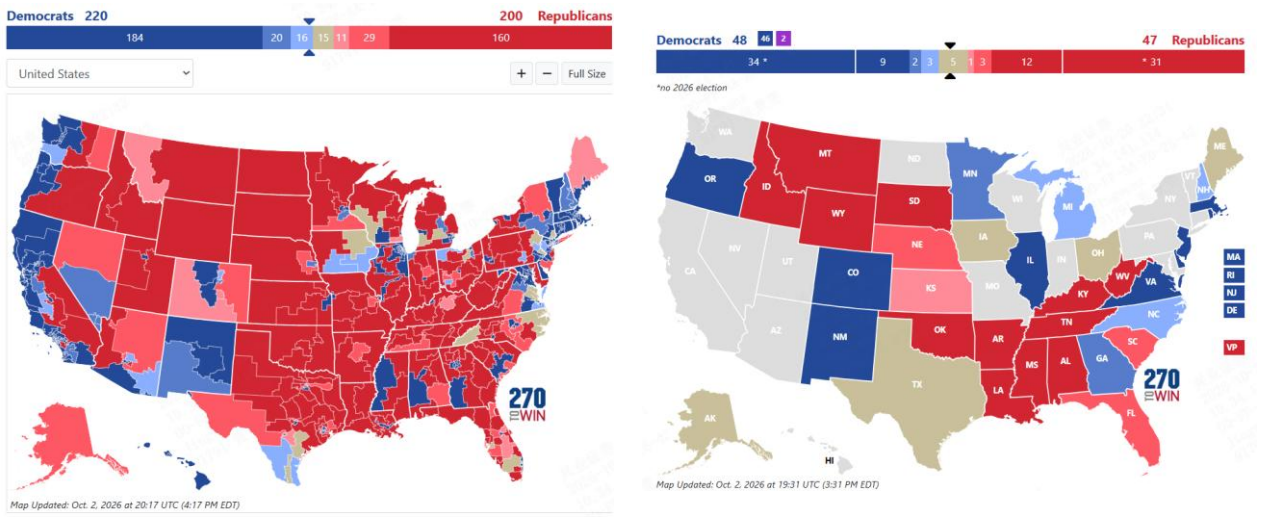
## （二）中选现状：共和党大概率丢众议院，参议院也摇摇欲坠

**众议院选情：民主党大概率夺回控制权。**当前共识预测民主党将获得约 220 席，超过 218 席的多数门槛；共和党预计获得约 200 席，另有 15 席竞争胶着，共和党面临失去众议院控制权的风险。

**参议院选情：两党席位接近，摇摆州成为关键。**当前预测民主党党团为 48 席（含 2 名独立人士及 34 个未改选席位），共和党为 47 席（含 31 个未改选席位），另有 5 个摇摆州席位，分别为阿拉斯加、爱荷华、缅因、俄亥俄和德克萨斯。民主党党团暂时领先 1 席，最终结果取决于摇摆州的归属。

**历史相关性分析：特朗普支持率偏低，共和党或面临两院失守。**基于 1946-2022 年历届中期选举前 9 月总统支持率与两院席位变化进行相关性分析，在特朗普 9 月 YouGov 民调支持率降至 39%的情形下，历史关系外推显示，共和党在众议院、参议院或分别净失约 36 席和 5 席，最终降至约 183 席和 48 席，同样指向共和党可能失去两院控制权。

**图3、2026 年美国中选众议院（左）、参议院（右）选情**




数据来源：270toWin，兴业证券经济与金融研究院整理

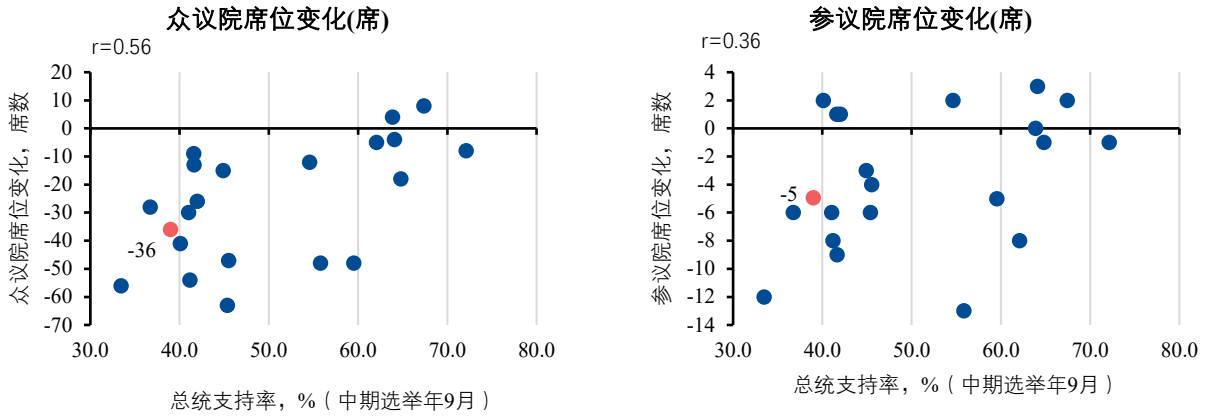


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



**图4、今年 9 月特朗普偏低的支持率可能指向两院失守**




数据来源：The American Presidency Project，兴业证券经济与金融研究院整理

**参议院选情为何胶着？传统红州优势松动，共和党防守压力加剧。**当前 5 个摇摆州的现任参议员均属共和党，甚至包含阿拉斯加、德克萨斯这两个传统红州。

**从初选参与度来看，部分摇摆州民主党初选投票人数较高，选民动员情况值得关注。**虽然初选是党内提名人竞争获得候选资格，但开放式及部分开放式初选允许符合条件的无党派选民或跨党派选民参与，因此初选票数不仅反映本党基本盘，也可能包含跨党派参与。本次中期选举初选中，阿拉斯加民主党得票数高于共和党，爱荷华州的共和党得票数微弱领先于民主党，一定程度反映了这些州内共和党优势逐渐丧失以及选情的胶着。

**图5、不同初选形式：开放式允许选民跨党派投票，封闭式则对选民党派有约束**

| 初选形式 | 含义 | 典型州 |
|---|---|---|
| Open<br>开放式 | 选民无论任何党派身份都可以参加任一政党的初选投票，并且如何投票都不会改变其党派身份 | Texas、Georgia、Michigan、Wisconsin |
| Partially Open<br>部分开放式 | 选民无论任何党派身份都可以参加任一政党的初选投票，但投票取向可能会被视为改变其党派归属 | Iowa、Illinois、Ohio、Indiana |
| Open to Unaffiliated<br>向无党派选民开放 | 已登记为某党的选民只能参加本党初选，但允许无党派人士自行选择参加某一党初选。不允许党派选民之间跨党投票。 | Arizona、Colorado、North Carolina、New Hampshire |
| Partially Closed<br>部分封闭式 | 党内初选由本党选民参加，但各政党可以选择是否接受无党派和其它党派选民参加 | Connecticut、Kansas、Oklahoma、Utah |
| Closed<br>封闭式 | 党内初选只能由本党选民参加，无党派和其它党派选民不能参加 | Florida、New York、Pennsylvania、Delaware |
| Top-Two / Top-Four<br>多党统一初选 | 不再区分党派分别进行党内初选，而是所有候选人统一竞争，所有选民均可投票，最终得票数前两名或前四名进入终选，不保证每个政党都有候选人晋级。 | Top-Two：California、Washington<br>Top-Four：Alaska |

数据来源：美国州议会联合会，兴业证券经济与金融研究院整理



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



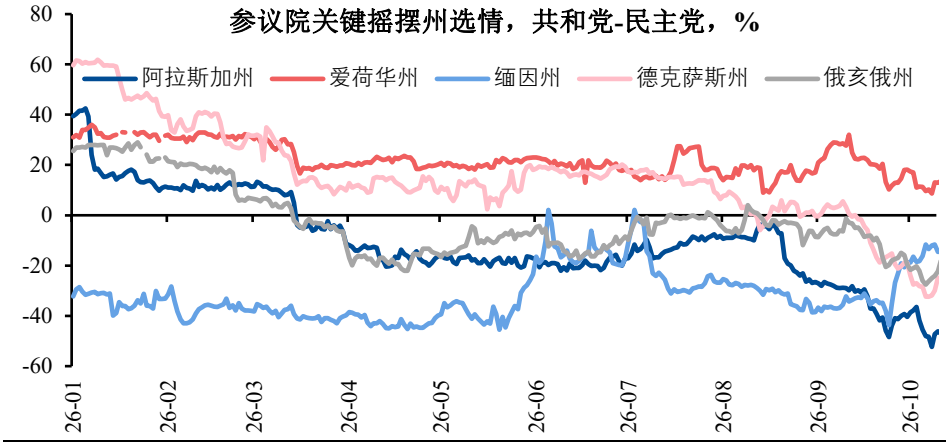
**图6、2026 年参议院摇摆州初选情况：阿拉斯加民主党得票数领先**

| 州名 | 初选类型 | 初选日期 | 总票数 | 共和党总票数 | 共和党候选人得票数 | 共和党候选人得票率 | 民主党总票数 | 民主党候选人得票数 | 民主党候选人得票率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 阿拉斯加州 | Top-Four | 2026/8/18 | 166,004 | - | 72,883 | 43.90% | - | 84,094 | 50.60% |
| 爱荷华州 | 部分开放式 | 2026/6/2 | - | 206,255 | 153,059 | 74.20% | 191,950 | 120,287 | 62.70% |
| 德克萨斯州 | 开放式 | 2026/3/3<br>2026/5/26（共和党党内决选） | - | 2,166,910 | 1,788,946 | 82.56% | 2,319,187 | 1,216,412 | 52.45% |
| 缅因州 | 向无党派选民开放 | 2026/6/9 | - | 共和党提名人无竞争对手，直接晋级候选 | | | 215,288 | 156,084 | 72.50% |
| 俄亥俄州 | 部分开放式 | 2026/5/5 | - | | | | 796,511 | 712,106 | 89.40% |

数据来源：270toWin，兴业证券经济与金融研究院整理

**再从预测市场来看，5 个摇摆州中 4 州翻蓝。**美伊冲突后，共和党在阿拉斯加州、俄亥俄州的胜选概率明显下滑并落后于民主党；共和党在德克萨斯州的胜选概率也有所下行，但在 3-5 月初选期间仍保持领先，对应彼时共和党初选结果好于民主党，但 9 月初民主党在德州的胜选概率开始确认反超共和党。

**图7、5 个摇摆州中，共和党候选人仅在爱荷华州有更大的胜选概率**




数据来源：kalshi，兴业证券经济与金融研究院整理

**部分原红州为何转为摇摆州：经济成本压力、候选人因素及共和党选举策略失利。**一方面，经济成本压力加剧，共和党候选人受特朗普政策拖累。美伊冲突推高能源价格，叠加关税及生活成本压力，选民对特朗普经济治理的不满升温，共和党候选人受到波及，部分共和党候选人选择主动与特朗普政策“割席”。例如，缅因州的共和党参议员 Susan Collins 在竞选中主动强调与特朗普的政策分歧，批评伊朗战争推高能源成本并反对向加拿大的征税，试图突出其独立于白宫的立场和维护地方利益的能力。另一方面，民主党候选人筹资能力更强，增强摇摆州竞争力。第三季度，得克萨斯、俄亥俄州民主党候选人分别筹得 6400 万美元、2300 万美元，远超共和党。尽管共和党外部资金仍然充裕，但民主党候选人的直接筹款优势有助于扩大竞选宣传与选民动员。此外，共和党早期重进攻、轻防守，近期也被迫调整资金布局。共和党早期侧重夺取民主党席位，对传统优势州的竞争准备不足。随着选情变化，参议院竞选资源逐步转向俄亥俄等防守州。

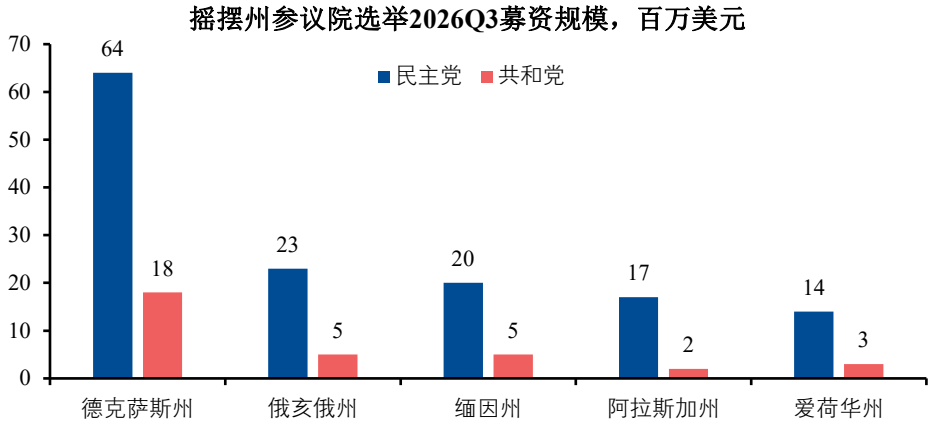


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



图8、5 个摇摆州中，民主党候选人募资规模远高于共和党

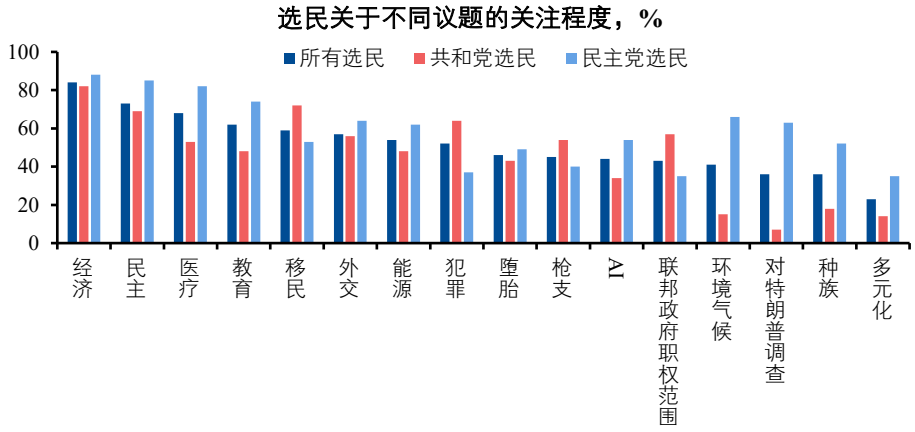



数据来源：Axios，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、经济韧性下，特朗普中选选情压力来源？

**经济增长韧性难以转化为民众获得感，通胀与 AI 红利分化加剧民生压力。**虽然 2025-2026 年美国宏观经济增长保持韧性，但民众对经济表现的体感仍偏弱。减税政策与 AI 投资为美国经济增长提供支撑，但总量增长并不意味着居民普遍受益。从选民关注的议题来看，经济及移民等民生问题仍居于重要位置，生活成本仍是影响执政党支持度的首要因素。

图9、中期选举期间，两党选民都最关心经济议题




数据来源：Pew Research，兴业证券经济与金融研究院整理

**AI 投资虽然拉动经济增长，但增长红利并未充分惠及普通居民。**AI 投资主要集中于科技企业、资本及相关产业链，短期内对就业和居民收入的带动相对有限；与此同时，数据中心建设引发的能源消耗、土地占用和污染等问题，以及 AI 对岗位替代的担忧，也加剧民众不满。例如，纽约州 7 月宣布将对 50 兆瓦及以上大型数据中心实施约一年的暂停安排，以评估其对水电资源和社区环境的影响；宾大公共政策中心 2026 年夏季调查显示，61%的美国人反对在居住地附近新建数据中



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

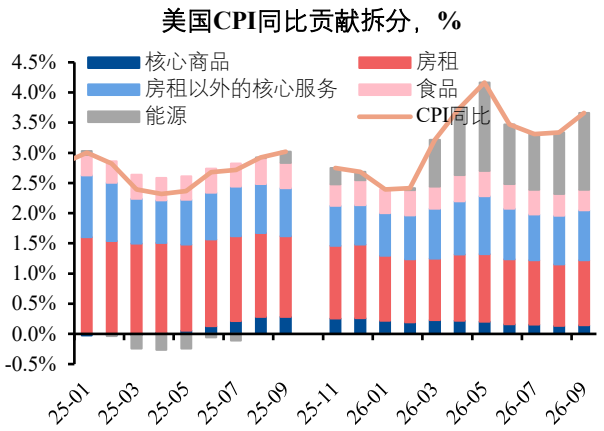
下载日志已记录，仅供内部参考



心，较春季调查上升 12 个百分点，受访者对 AI 的担忧主要集中在个人隐私与数据安全、就业等领域。

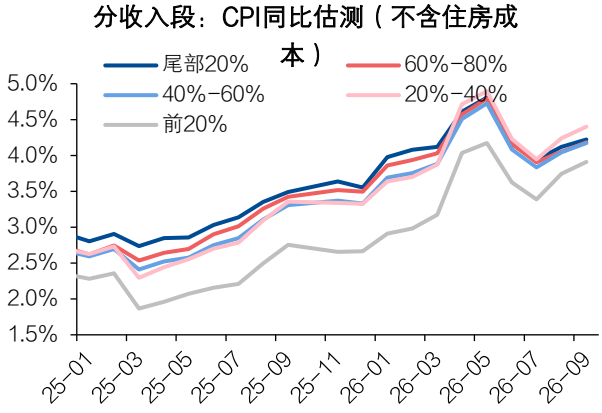
**高通胀进一步压缩居民实际购买力，中低收入群体承压尤为明显。**美国通胀压力持续偏高，2025 年关税与 2026 年能源冲击先后成为主要推手。2025 年关税政策推动核心商品价格上涨，2026 年美伊冲突升级进一步推高能源价格，带动整体通胀明显反弹。此外，服务价格仍具粘性，通胀回落面临阻力。因此，各收入群体通胀水平均明显抬升，但由于能源、食品等必需品在中低收入家庭支出中占比较高，其承受的实际通胀压力相对更大。高收入群体受通胀侵蚀程度相对较低，居民消费能力进一步分化。

**图10、关税、能源冲击接力推升通胀**




数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

**图11、中低收入群体面临的通胀压力更明显**




数据来源：FRED，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

**同时也有迹象表明消费 K 型分化进一步加剧，压力开始向中等收入群体蔓延。**从最新的美联储褐皮书来看，几乎每个地方联储在消费支出方面都报告了消费 K 型分化甚至消费整体转弱的现象。例如，纽约联储、亚特兰大联储明确提及强劲的高收入家庭消费对整体消费水平提供支撑，但中低收入群体经济压力增大；旧金山联储则报告经济压力开始蔓延至中等收入家庭。因此，民生压力与宏观经济表现之间的落差，也严重制约了特朗普的民意支持。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



**表1、2026 年 10 月美联储褐皮书，多地联储均报告了消费 K 型分化现象**

| 地区 | 消费支出相关表述 |
|---|---|
| 波士顿联储 | 通货膨胀普遍对可支配收入构成下行压力。……他们预计高端消费支出将持续保持强劲势头。 |
| 纽约联储 | 消费者支出持续小幅增长，其中高收入家庭的消费表现尤为强劲。……低收入家庭的经济压力也显现出来。……新车销量有所下滑，主要原因是购车成本高企、油价高企以及利率上升。不过，豪华品牌的销量仍然优于低价位的大众品牌，表明富裕买家的需求依然强劲。 |
| 费城联储 | 许多面向消费者的企业几乎没有能力将近期或预期的未来成本上涨转嫁给消费者。各行业的消费者企业表示，为了维持运营，他们不得不自行承担更高的成本，同时增加折扣和优惠，理由是消费者对价格非常敏感。 |
| 克利夫兰联储 | 此前已连续四个报告期出现下滑。各行业零售商继续将销售低迷归咎于高油价。……零售商预计未来销售活动将略有下滑，消费者的购买力仍是主要考量因素。 |
| 里士满联储 | 许多面向消费者的企业强调，燃油价格对消费者的预算造成了影响。……一家连锁超市指出，消费者对价格极其敏感，且无法将不断上涨的运输成本转嫁给消费者。 |
| 亚特兰大联储 | 高端零售的强劲表现抵消了其他价位区间需求的停滞或萎缩。由于燃油和食品价格上涨，中低收入消费者的经济压力日益增大，非必需消费支出持续下降。 |
| 芝加哥联储 | 受访者指出，尽管消费者对整体购车能力有所担忧，但他们仍然保持着购买意愿。……与上个报告期相比，高油价对消费者选择车辆的影响更大。 |
| 圣路易斯联储 | 需求从高端旅游转向中档选择。……一家加油站零售商观察到，消费者似乎压力较大，但依然精挑细选。……高端旅行需求依然强劲，而低成本航空公司的需求则显著下降。 |
| 明尼阿波利斯联储 | 零售和酒店企业报告的收入下降多于增长，与去年相比。一些企业表示预算受到限制。一家餐饮公司表示，活动数量保持稳定，但“我们注意到客户的整体预算有所下降”。 |
| 堪萨斯城联储 | 多家公司指出，燃油价格上涨抑制了消费，既降低了家庭购买力，也打击了消费者信心。此外，为了维持生计，家庭更倾向于在家用餐，降低食品质量，并放弃一些计划内的购物。虽然高收入家庭在夏季支撑了消费，……预计家庭仍将保持谨慎态度。 |
| 达拉斯联储 | 9 月汽车销售进一步放缓，原因是购车能力问题和消费者信心疲软抑制了需求。有报道称，低收入消费者在支出方面更加谨慎。 |
| 旧金山联储 | 经济的不确定性和高物价促使消费者减少在服装鞋帽等非必需品上的支出，转而更加注重食品杂货和返校用品等必需品和高性价比商品。受访者继续将经济形势描述为两极分化或 K 型，……低收入家庭面临的日益增长的经济压力已经蔓延至中等收入家庭。 |

数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理

**因此，民生压力倒逼特朗普政府密集出台稳价纾困措施，但实际效果有限。**8 月以来，特朗普政府围绕能源、贸易和补贴三个方向密集推出政策，试图缓解居民生活成本压力，改善中期选举前的民意支持。1）能源：增加短期供应，缓解燃油价格上涨压力。政府提前放宽汽油配方要求、启动 4000 万桶战略石油储备出借，并临时放宽柴油使用限制。但上述措施多为短期行政干预，难以根本扭转能源供需偏紧格局。2）贸易：边际缓和关税政策，减轻进口商品价格压力。中美贸易休战协议延长至 2027 年 1 月，并提出对约 300 亿美元消费品实施关税互惠。不过调整规模有限，关税框架并未明显改变。3）补贴：定向纾困措施逐步落地，但大额现金补贴面临财政约束。政府推出医保及农业补贴，但 5000 美元“红利”仍需国



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



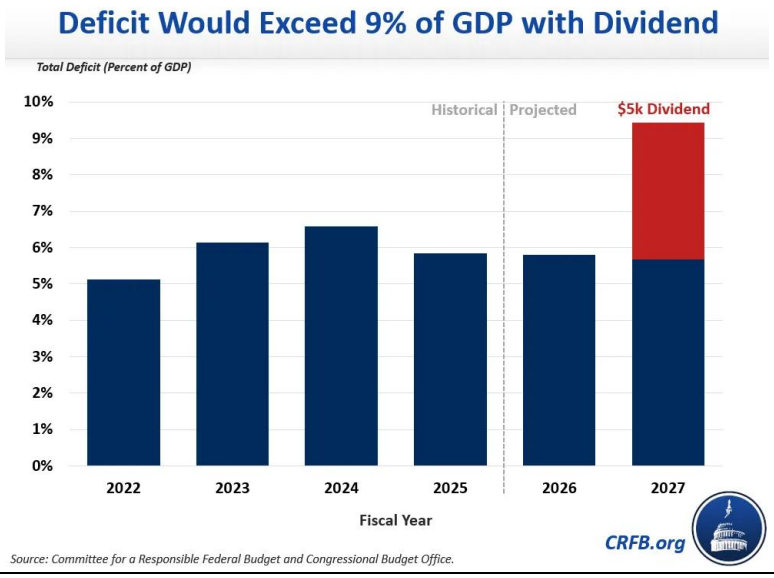
会立法，预计财政成本超 1.2 万亿美元，将推升 2027 年财政赤字率至 9%以上，落地难度较大，更偏竞选动员性质。

**表2、中选前 3 个月，特朗普向能源、贸易和补贴三个方面积极做政策尝试**

| 政策类别 | 日期 | 具体措施 | 内容 | 政策状态 |
|---|---|---|---|---|
| 能源 | 2026/8/20 | 提前结束夏季汽油配方要求 | 自 9 月 1 日起放宽夏季汽油挥发性标准，允许炼厂提前供应冬季配方汽油，扩大短期汽油供应、缓解零售油价压力。 | 已实施；临时豁免 |
| | 2026/9/29 | 战略石油储备出借最多 4000 万桶原油 | 能源部启动最多 4000 万桶战略石油储备交换招标，计划于 11-12 月交付，以增加短期原油供应、缓解油价压力，未来由企业归还原油及额外补偿量。 | 已启动招标；交付安排在选后 |
| | 2026/10/5 | 临时放宽染色柴油公路使用及税收限制 | 允许部分原用于农业等非道路用途的染色柴油临时用于公路运输，并对相关联邦柴油消费税提供延期缴纳及罚款豁免，缓解农户与运输行业燃油成本。 | 行政令已签署；临时措施 |
| 贸易 | 2026/9/24 | 延长中美贸易休战协议 | 美国宣布将原定 11 月 10 日到期的中美贸易休战延长至 2027 年 1 月 10 日，暂缓新一轮关税升级，减轻进口价格进一步上涨的风险。 | 已宣布 |
| | 2026/9/25 | 提出 300 亿美元消费品关税优惠安排 | 中美双方分别提出约 300 亿美元非敏感商品的潜在优惠关税清单，美国进口商品包括小家电、玩具、节日用品及儿童安全座椅等，旨在缓解终端商品价格压力。 | 清单已公布；具体降税尚待落实 |
| 补贴 | 2026/9/9 | 提出向成年公民发放 5000 美元“特朗普红利” | 特朗普承诺若共和党守住国会两院，将向每位美国成年公民发放 5000 美元；预计财政成本约 1.2 万亿美元，旨在直接提升居民可支配收入。 | 竞选承诺；需国会立法通过 |
| | 2026/10/2 | 向部分 Medicare 参保人发放 90 美元补贴 | 政府计划通过 Medicare Improvement Fund，向约 2080 万名符合条件的传统 Medicare Part B 参保人一次性发放 90 美元，用于抵消医保保费支出，资金来自已有基金。 | 已公布发放安排；10 月发放 |
| | 2026/10/19 | 80 亿美元收获季燃油援助计划 | 农业部宣布通过 Harvest Fuel Relief 计划向农户提供 80 亿美元一次性援助，以缓解柴油、化肥等农业投入品上涨带来的经营压力。 | 已正式宣布；具体补贴标准及发放仍待落实 |

数据来源：美国环境保护局、美国能源部、白宫、Reuters、CMS、美国农业部，兴业证券经济与金融研究院整理

**图12、若 2027 年发放 5000 美元“特朗普红利”，财政赤字率或升至 9.4%**




数据来源：负责任联邦预算委员会，兴业证券经济与金融研究院整理



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

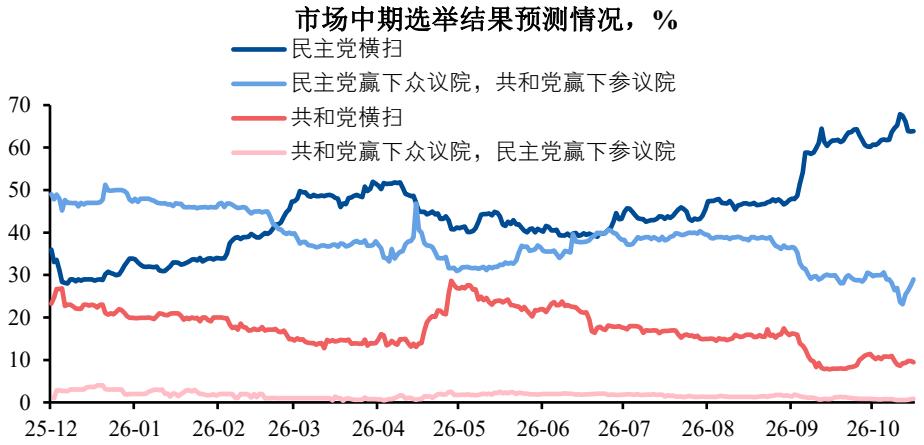
下载日志已记录，仅供内部参考



## 三、最可能的两种中选结果下，美国的政策走向

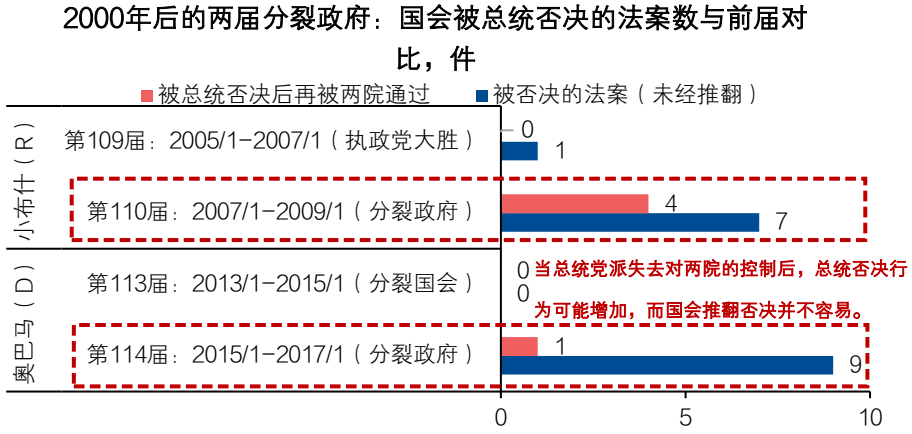
**市场普遍预期特朗普至少失守一院，但最坏情形下总统否决权是关键制衡。**关于美国中期选举结果，当前市场预期民主党横扫两院的概率最高，共和党守住参议院、丢失众议院的概率次之，两种情形合计概率达 90%以上。但国会易手不意味着民主党可以顺利推动法案落地，总统否决权仍是关键制衡。即便民主党控制两院，法案仍须经总统签署，届时特朗普可行使否决权，国会需两院均获得三分之二多数才能推翻。例如，在 2006、2014 年中选后，总统党派均失去对国会两院的控制权，正式否决次数分别由上一届的 1 次、0 次升至 7 次、9 次，并且多数否决最终未被推翻，体现出行政与立法之间依然存在较强制衡，两党政策推进均面临一定掣肘。后文将主要围绕这两种可能的中选结果展开分析。

**图13、市场预期共和党至少丢一院的两种情形合计概率超过 90%**




数据来源：kalshi，兴业证券经济与金融研究院整理

**图14、即使总统失去两院而否决行为增加，国会再推翻否决也并不容易**




数据来源：GOVTRACK.US，兴业证券经济与金融研究院整理

**两种情形下特朗普至少失守一院，财政阻力明显加强，但行政权力约束程度不同。**2026 年中期选举后，无论民主党横扫两院，还是民主党夺取众议院、共和党守住参议院，特朗普政府后续政策推进均将面临不同程度的国会制衡，但影响方式存



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



在差异。财政预算、减税及新增支出方面更依赖国会立法与拨款，因而更易受到国会控制权变化影响；关税、外交、军事行动及 AI 治理等政策则在一定程度上依托总统行政权力与既有法定授权，短期延续性更强，国会控制权变化对其影响更偏长期，可能主要体现为后续监督、拨款及授权范围的调整。

- **若民主党控制两院，特朗普政府将面临更全面的立法、监督与人事任命制衡。**特朗普政府基本丧失财政扩张主动权，减税、增支及年度拨款更难推进。民主党还可通过两院调查、听证加强对特朗普政府及其家族潜在利益输送的审查，并在参议院利用人事提名确认权形成制衡。同时，国会可能推动收紧总统贸易授权、限制军事行动或加强 AI 监管的立法，但相关法案仍须经过立法程序，并可能面临总统否决权。弹劾也存在可能，但参议院定罪并免职须获得出席参议员三分之二支持，实际门槛较高。

- **若民主党夺取众议院、共和党守住参议院，政策约束将更多体现为众议院监督与立法阻力。**民主党众议院可以加强调查、听证及预算审查，但共和党仍掌握参议院，有利于维持特朗普政府重要人事任命及部分政策议程，也增加了限制总统贸易和战争授权的立法难度。因此，既有关税、外交及 AI 政策的行政执行方向相对更容易延续，但预算谈判、政策监督与两党博弈仍可能加剧。此情形下民主党大概率也将对特朗普展开调查，但由于共和党仍控制参议院，因此弹劾成功的难度较大。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



表3、最可能的两种情形对应的可能的政策走向

| 政策领域 | 民主党控制两院（分裂政府） | 共和党参议院、民主党众议院（分裂国会） |
|---|---|---|
| 财政政策 | **财政扩张约束更强，预算博弈加剧。**民主党控制国会两院后，特朗普进一步减税、扩大部分支出的立法空间明显收窄；年度拨款等议题两党拉锯或更严重，预算僵局风险上升。 | **新增财政扩张也受限，但对现有政策约束较弱。**民主党控制众议院意味着特朗普新增减税或支出仍较难推进，但共和党控制参议院可继续支持特朗普现有税收、国防等政策诉求，财政政策连续性相对更强。 |
| 货币政策 | **对联储实际决策影响有限，但人事约束增强。**联储理事等需参议院确认，民主党控制参议院可能提高特朗普进一步调整联储人事的难度。 | **货币政策基本维持现状，人事推进更顺畅。**共和党控制参议院更有利于总统提名的联储官员获得确认。 |
| 经贸政策 | **特朗普关税政策仍可延续，但国会制约有所增强。**总统仍掌握 Section 232、301 等既有授权，但民主党可通过国会监督或立法尝试收紧总统的贸易授权，新增关税政策将面临更大政治阻力。 | **行政主导的贸易政策延续性更强。**民主党控制的众议院仍可加强监督，但共和党守住参议院降低了国会整体收回总统贸易权力的可能性；特朗普继续通过关税和双边谈判推动贸易议程的政策空间相对更大。 |
| 外交政策 | **总体方向仍由白宫主导，但国会牵制边际增强。**总统拥有较强外交权力，但民主党两院可通过预算、听证和人事方面加强制衡，高级行政官员任命面临更大阻力。 | **白宫外交政策执行阻力相对较小。**民主党控制众议院可通过拨款和监督形成约束，但共和党控制参议院有利于高级官员的任命，特朗普外交议程的执行仍可延续。 |
| 美伊战争 | **限制军事行动和军费开支，但限制伊朗拥核是两党共识。**总统仍拥有较强军事权限，但民主党主导国会能够增强其限制军事行动和军费的能力，可能推动转向外交谈判。 | **特朗普对伊朗军事行动受到的约束相对有限，局势走向更多取决于白宫与伊朗的谈判进展。** |
| AI 治理 | **AI 监管、反垄断与基础设施问题更受关注。**民主党可能推动加强 AI 竞争监管及安全治理，并审查数据中心的水电资源与公共基础设施成本；但相关立法仍面临总统否决权，短期政策未必立即转向。 | **联邦 AI 政策延续性较强，但国会监督力度上升。**特朗普政府推动统一联邦 AI 政策框架、放松 AI 监管的方向可能延续；民主党众议院则可加强对大型科技企业、AI 竞争及数据中心建设影响的听证调查。 |

**特朗普政府多数关税、移民、放松监管和地缘等政策都是通过行政部门实施，因此若中选导致国会控制权发生变化，此类政策仍有较强延续性，但国会的政策监督力度尤其是对特朗普的监督力度会边际增强。**

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

**明年美国或再次触达法定债务上限，执政党至少失守一院情形下谈判成本加剧。**根据 BPC 预测，明年上半年美国很可能再次达到 41.1 万亿美元的法定债务上限（截至 10 月 26 日已达 40.5 万亿美元），若政府债务达到上限，财政部将采取非常规措施维持政府运作，动用 TGA 账户余额满足持续开支。在此期间两党将就债务上限问题开启谈判，虽然在解除债务上限问题方面两党部分人士存在一定共识，但在执政党话语权被削弱的情形下，民主党可能利用债限及相关拨款谈判争取政策让步，例如要求恢复《美丽大法案》削减的部分医疗和食品补助资金，这也意味着特朗普政府解决债限问题所要付出的政治代价会更大。若双方迟迟无法达成一致，财政部现金缓冲持续消耗，市场对美国财政风险和信用的担忧可能再度升温，进而加剧美债、美元压力。

**考虑到共和党至少失守一院将面临更强的预算谈判阻力，特朗普可能更希望在新国会就任前锁定部分支出安排。**



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



项年度拨款法案，众议院仅通过其中 3 项（农业、big 建设与退伍军人事务、国家安全），参议院也尚未就任何法案进行表决。目前临时拨款决议（CR）仅将政府资金延续至 12 月 11 日，若两党无法在该日前就全年拨款达成一致，可能需要再次延长临时拨款，政府停摆风险仍然存在。另外，国防资金或是特朗普在该期间重点争取的议程。特朗普政府此前提出通过预算和解程序争取 3500 亿美元额外国防资金，并另行申请约 671 亿美元的补充拨款用于伊朗战争相关开支及军事资源补充。但目前众议院通过的预算和解方案仅为国防额外资金安排了 600 亿美元的额度，参议院仍未审议相关决议。10 月国防部长赫格塞思仍表示，无论中选结果如何，政府都将继续争取至少 3500 亿美元的额外国防资金，这反映出白宫对国防资源的重视。因此特朗普或将利用窗口期加快推进额外国防资金的预算和解及补充拨款审议，争取在新一届国会就任前锁定相关支出。

**表4、美国 2027 财年 12 项年度拨款法案均未获得两院通过，仅有 3 项获众议院通过**

| 预算表 | 支出方向 | 众议院进度 | 参议院进度 |
|---|---|---|---|
| **农业、农村发展及 FDA 拨款** | 农业补贴、农村发展、食品安全、食品药品监督管理局及农业科研 | 众议院全院通过 | 尚未审议 |
| **军事建设与退伍军人事务拨款** | 军事基地建设、军人住房、退伍军人医疗及相关福利设施 | 众议院全院通过 | |
| **国家安全与对外项目拨款** | 外交机构、对外援助、国际安全合作及部分国际组织支出 | 众议院全院通过 | |
| **商务、司法与科学拨款** | 商务部、司法部、NASA、国家科学基金会、国家海洋和大气管理局等 | 全委员会审议通过 | |
| **国防拨款** | 国防部常规军事支出，包括军队运行、武器采购、军事研发、弹药及军事装备维护等 | | |
| **能源与水资源拨款** | 能源部、核安全、能源研发、陆军工程兵团、水利基础设施等 | | |
| **金融服务与一般政府拨款** | 财政部、国税局（IRS）、联邦法院及部分独立机构、联邦选举委员会等 | | |
| **国土安全拨款** | 国土安全部、海关与边境保护局（CBP）、移民与海关执法局（ICE）、海岸警卫队等 | | |
| **内政与环境拨款** | 内政部、国家公园管理局、土地管理局、环保署（EPA）、公共土地及自然资源保护等 | | |
| **劳工、卫生与公共服务、教育拨款** | 劳工部、卫生与公众服务部（HHS）、教育部及相关社会服务项目 | | |
| **国会机构拨款** | 众议院、参议院、国会预算办公室、国会图书馆及国会相关机构运行 | | |
| **交通、住房与城市发展拨款** | 交通部、联邦公路及公共交通、航空运输、住房援助、城市发展等 | | |

数据来源：负责任联邦预算委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

**长期来看，特朗普至少失去国会一院后，后续政策或更重视塑造个人政治遗产。**地缘方面，短期需警惕中选后恢复对伊朗打击的风险：选举结束后，政治约束减弱，特朗普可能会赶在下届国会就任前通过对伊朗军事升级迫使其让步，采取“先升级、后谈判”的策略。中长期看，特朗普可能进一步强化美国对西半球主导权，通过反毒行动、制裁及安全合作扩大对拉美的影响力；同时继续推动俄乌谈判，



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



争取兑现其结束战争的承诺、减少美国长期承担的海外军费开支，并将此类外交成果作为第二任期的政治遗产。贸易方面，特朗普可能更多依托现有法定授权发起贸易调查、调整关税或对贸易伙伴施压，以争取实现制造业回流和投资承诺。AI 方面，特朗普或继续通过行政命令、联邦政策框架及数据中心建设措施巩固美国领先地位，并争取推动相关立法，将 AI 发展成果也塑造成其个人贡献。

## 四、最可能的两种中选结果下，资产价格走势

### （一）美股：历史上中选后偏强，短期仍受紧缩预期与 AI 业绩约束

**从历史样本来看，中期选举后美股出现一定的上涨规律。**1950 年以来的样本显示，无论执政党保住两院、失去一院还是失去两院，标普 500 指数在中选后均出现一定上行。选后 1 个月，各情形下平均涨幅较不明显；至 6 个月，失去两院情形下涨幅约 16%，保住两院和失去一院情形均约 12%；至 12 个月，三种情形下涨幅分别约为 15%、12.5%和 16%。这表明股市通常不会对中选本身迅速作出反应，而是在 3-6 个月后趋势才趋于明显。不过，历史均值反映的是不同中选年选后股市的整体表现，不能直接外推为中选必然带来美股的上涨。

**中期来看，中选对美股的影响主要由政策传导，但短期市场走势更取决于美联储紧缩预期与 AI 投资回报担忧。**若民主党横扫两院，国会对特朗普政策的约束将明显增强，财政进一步扩张的可能性下降，通胀和利率压力有望缓解，为非 AI 板块的融资与估值修复创造条件，但长期 AI 监管趋严也可能对科技股估值构成压力。若共和党守住参议院、民主党夺回众议院，共和党仍有一定防御力，特朗普通过行政权力推进关税及地缘政策的阻力较小，通胀和利率压力可能延续，一定程度上压制整体美股估值，但 AI 政策的出台和延续也可能利好相关企业盈利，AI 科技股是主要受益标的，因此该情形下美股上涨广度恐难以改善。不过短期来看，虽然中选落地可能带来部分政治不确定性的缓和（若中选结果未超预期），可能推动估值边际改善，但现阶段美股对美联储紧缩预期与 AI 投资回报的变化更敏感：美联储 10 月预计按兵不动，但通胀粘性使后续加息风险仍未消退，同时 AI 企业资本开支持续扩张叠加美债利率高位，市场开始更加关注其投资回报与融资成本。

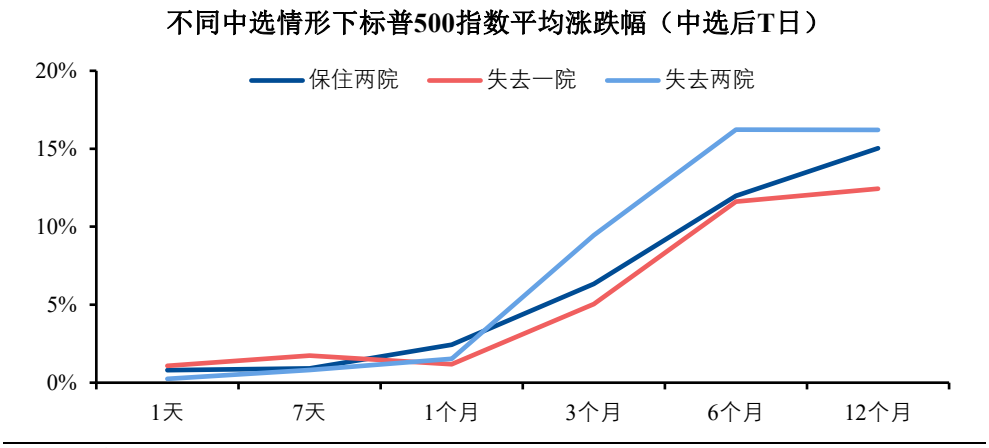


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



图15、历史样本均值显示中选后美股上涨




注：标普 500 指数样本取自 1950 年之后，共 19 个中选年样本，执政党保住两院、失去一院、失去两院分别包含 5、4、10 个样本

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）美债：短端仍受紧缩预期牵制，后续财政约束有望缓和长端压力

**历史上，若执政党至少失去国会一院，中选后美债长短端收益率整体趋于回落。**历史样本显示，执政党失去一院或两院后，10 年期和 2 年期美债收益率在中选后 6-12 个月有所下行，10 年期更明显。执政党保住两院，收益率在一年后明显上行，但主要因为样本量过少和极端样本（1979 年美联储急速紧缩）影响。

**长端利率能否回落取决于财政压力是否缓和，短端取决于美联储政策路径。**本次中期选举来看，若民主党横扫两院，国会对特朗普财政扩张的约束增强，新增支出和债务供给压力可能缓解，长端期限溢价有望回落；若共和党守住参议院、民主党夺回众议院，两党分治同样限制新增立法，但既有减税政策和财政赤字仍将延续，长端利率下行空间可能较为有限。短端收益率则主要取决于美联储政策路径，9 月通胀反弹使后续加息风险仍未消退，即使民主党控制国会，若通胀持续偏高，短端收益率也未必明显回落。不过明年若美国债务规模再次触及法定上限，两党博弈加剧又会使美国财政问题重新成为市场关注焦点，美债收益率将进一步上行。

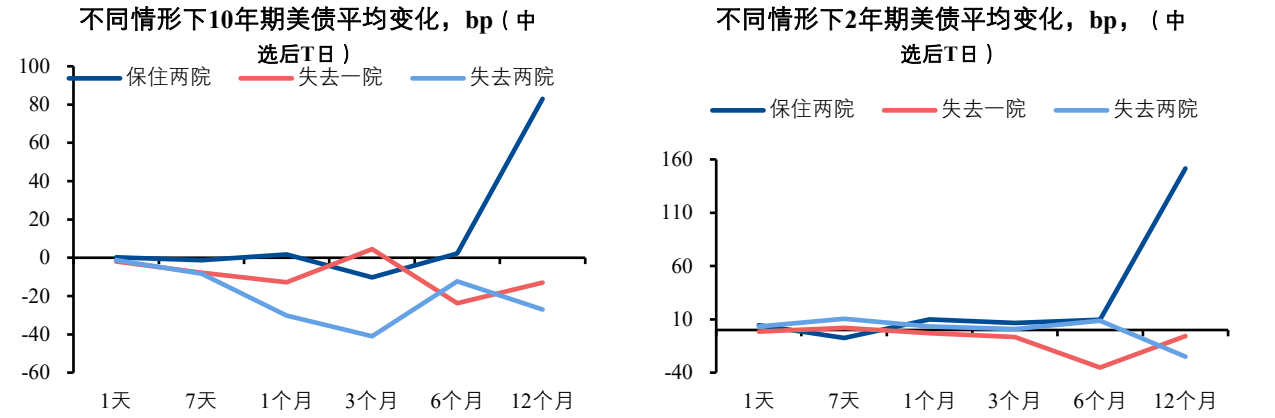


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



**图16、至少失守一院情形下，历史样本均值显示中选后美债长短端收益率有所回落**




注：10 年期美债收益率样本取自 1962 年之后，共 16 个中选年样本，执政党保住两院、失去一院、失去两院分别包含 4、4、8 个样本；2 年期美债收益率样本取自 1978 年之后，共 12 个中选年样本，执政党保住两院、失去一院、失去两院分别包含 2、4、6 个样本

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

## （三）美元：民主党横扫下美元承压，两院分治则短强长弱

**历史样本来看，至少失守一院情形下美元持平或小幅偏弱。**失去一院情形下美元指数变化均值在中选后 6 个月达到-3.2%；失去两院情形美元指数变化均值在 0%附近震荡。

**展望本轮中选，民主党横扫两院可能使美元承压，分裂国会下美元则可能呈现短期有支撑、长期承压的特征。**若民主党控制两院，新增财政扩张空间受限，若市场因此下调美国增长与利率预期，美元可能承压；若美伊局势缓和，避险需求回落也可能削弱美元支撑。若民主党夺取众议院、共和党守住参议院，关税政策与地缘冲突的延续性可能使得美国通胀和利率预期会更高，叠加潜在避险需求，短期美元仍能获得支撑。但长期来看，若美国陷入战争泥沼，可能使市场确认美国的全球战略影响力有所减弱，叠加大规模的政府债务，这些因素可能继续推高美元资产的风险溢价，削弱其避险吸引力，进而使美元承压。

## （四）黄金：短期更关注实际利率与美元变化

**历史上，中期选举后不同期限内的金价走势均值有所上行，但当前金价已达到历史高位水平，其走势更多取决于实际利率与美元变化。**短期地缘避险需求对金价的支撑逐渐淡化，实际利率和美元走势对金价的影响占据主导；同时，美国财政可持续性担忧与政策不确定性仍为黄金提供中长期逻辑支撑。因此，本轮中选对黄金的影响，关键在于不同选举结果如何改变利率、美元及财政风险预期。若民主党横扫，财政扩张受限推动实际利率回落，黄金有望反弹。若两党分治，实际利率和美元中枢可能仍将维持一定时间的高位，对金价构成压制，同时短期内的



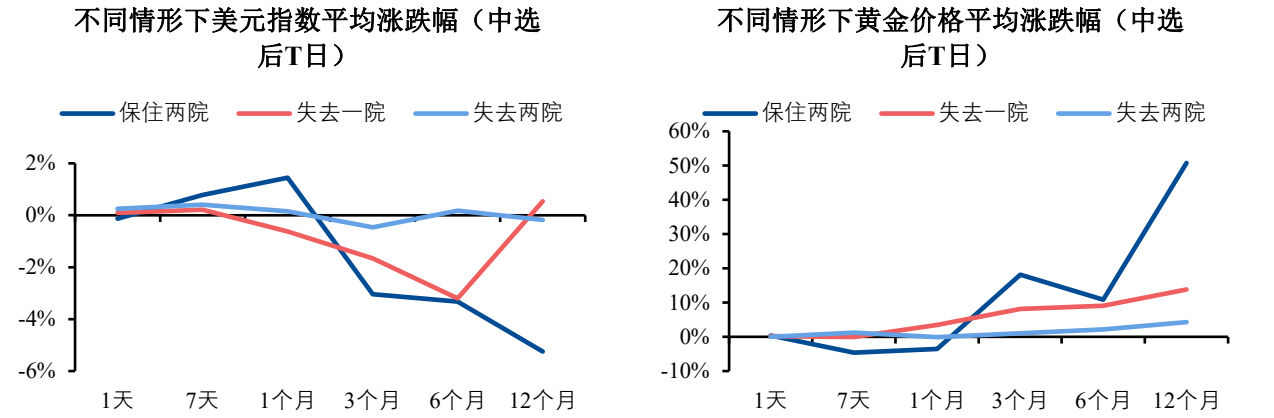
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



美元韧性也可能拖累金价表现。但较大规模的政府债务水平与政策不确定性仍将支撑黄金的中长期配置需求。

**图17、至少失守一院情形下，历史样本均值显示中选后美元指数持平或偏弱，金价小幅上涨**




注：美元指数样本取自 1974 年之后，共 13 个中选年样本，执政党保住两院、失去一院、失去两院分别包含 2、4、7 个样本；伦敦金现样本取自 1970 年之后，共 14 个中选年样本，执政党保住两院、失去一院、失去两院分别包含 2、4、8 个样本

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

**中选的短期影响主要体现为政治不确定性消退，中长期改变的则是美国政策推进的空间与节奏。**中期选举结束后，美国国内政治格局将进一步明朗，若选举结果未显著偏离市场预期，部分政治不确定性有望消退，市场情绪或迎来边际修复。但年底前仍有多个关键变量待确认：就业与通胀数据将进一步验证美国基本面及美联储货币政策路径，美伊冲突走向仍存在不确定性，AI 头部企业业绩与资本开支也将陆续接受市场检验，多重不确定性因素下市场可能依然维持偏防御姿态，后续仍需密切关注前述事件对资产价格的影响。中长期来看，国会格局变化将影响特朗普政府后续施政空间，新增财政支出、年度拨款及债务上限等议题的两党博弈可能加剧，国会对总统贸易政策和军事行动的监督与制衡也可能增强，最终通过财政节奏、通胀与利率预期、地缘风险等渠道传导至资产定价。

风险提示：美国中期选举结果超预期；全球地缘局势超预期变化



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：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；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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 |
| | 行业评级 | 推荐 | 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 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易法》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究


| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---|---|---|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 | 地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |




Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster