宏观研究

【粤开宏观】再遭弹劾：那些年被弹劾的美国总统何去何从

2021 年 01 月 13 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

研究助理：吴晓媛

近期报告

《【粤开宏观】让复苏的子弹再飞会儿——11 月经济数据点评》2020-12-15

《【粤开宏观】2021 方向定了！——中央经济工作会议释放的信号》2020-12-18

《【粤开宏观】2021 警惕通胀而非通缩——对当前通胀形势的看法》2020-12-22

《【粤开宏观】大迁徙时代：中国人口大流动的新趋势》2020-12-27

《【粤开宏观】我国地方财政形势：紧平衡下的负重前行》2021-01-05

摘要

当地时间 1 月 11 日，美国国会众议院民主党人正式提交针对总统特朗普的弹劾条款草案，指控其“煽动叛乱”，谴责特朗普煽动暴徒冲进国会大厦。**众议院议长佩洛西提出了两种弹劾方案，其一是彭斯执行二十五号法案，其二是由众议院提起弹劾议程。**当地时间 1 月 12 日，美国国会众议院投票，以 222 票赞成、204 票反对的表决结果通过决议，要求副总统彭斯动用美国宪法第 25 条修正案罢免特朗普。**此前，彭斯曾致信众议院议长佩洛西表示拒绝动用第 25 条修正案，其执行二十五号修正案可能性较小。众议院将于美东时间 1 月 13 日上午开始审议弹劾条款草案。**

特朗普或成为美国史上首位两遭弹劾的总统。早在 2019 年 9 月 24 号，美国众议院议长南希·佩洛西就曾因为特朗普”乌克兰“电话门事件提起对特朗普的弹劾调查，但由于当时共和国党仍控制参议院，最终未通过参议院 2/3 的投票数。**美国历史上共有 3 位总统遭遇弹劾，其中 1 位主动卸任，2 位没有通过参议院投票得以终止弹劾。**

民主党醉翁之意不在酒，一方面，其希望通过本次弹劾切断特朗普再度竞选之路，并加剧共和党内部分裂程度。另一方面，本次弹劾能为拜登上台顺利施政铺路。1 月 6 日，民主党拿下参议院，拜登施政纲领顺利实施的阻力进一步削减。不过，席位竞争激烈程度创历史之最，特朗普的支持者冲进国会，均依然体现美国社会的加速分裂，暗示着拜登执政之路的不平坦。

整体来看，此次弹劾特朗普的政治意义大于法律意义，弹劾在参议院投票中通过概率较低。一是按照参议院中两党 50：50 的席位对比，最终仍较难达到 2/3 的投票要求。二是在离拜登宣誓就职仅不到 10 天，本次弹劾流程难以在特朗普任期内走完。此外，尽管本次国会大厦暴乱使部分共和党议员考虑支持本次弹劾，但**共和党仍可能在保持“党派体面”和完全割裂特朗普之间做出权衡。**另外，特朗普和拜登竞选以来选情的焦灼程度，表明特朗普仍有较大的民意支持，**如果特朗普弹劾最终通过，很可能引发其狂热支持者反对“政治迫害”的新一轮暴乱。**

特朗普屡遭弹劾的背后是民粹主义、两党极化和社会撕裂。特朗普两遭弹劾以及总统、参议两院席位选举中两党的选情焦灼体现了政治极化的加剧。为此拜登致力建立多元化内阁以平衡各势力，建立专业化内阁以平衡政治两极化。**有趣的是，两党极化的背后，可能反而体现美国民众对于凝聚共识的诉求，对经济政治事务顺利开展的诉求要求政府相对“集权“。总结来看，特朗普屡次遭弹劾的直接原因是其对于民主法治的漠视，而根源在于美国社会的撕裂与民粹主义的兴起。**美国内部种族矛盾、贫富差距、宗教分歧、债务高企、贸易逆差等矛盾相互交织、愈演愈烈，并映射在政治分歧和两党对立上。**新冠疫情激化了多元矛盾对美国社会的撕裂，也给了进步派改革的历史机会。未来拜登上台，首要任务是疫情防控，其次是经济发展，但在社会撕裂和多元矛盾下，其仍将面临疫后重振经济和大规模财政刺激下政府债务压**

力之间、“劫富济贫”加税和企业破产压力之间、重回世界治理和打压中国之间等多方面的权衡利弊。

风险提示：国际局势变化不及预期

目 录

一、特朗普弹劾风波再起，或成为美国史上首位两遭弹劾的总统 4
（一）特朗普再陷弹劾风波，首次弹劾源起乌克兰“电话门” 4
（二）美国历史上 3 位总统面临弹劾，1 位主动卸任，2 位止于参议院投票 7
二、特朗普再度弹劾风波，何去何从？ 8
三、特朗普屡遭弹劾的背后：民粹主义、两党极化和社会撕裂 9

图表目录

图表 1： 美国弹劾总统流程 5
图表 2： 特朗普首次乌克兰“电话门“弹劾风波全程回顾 5
图表 3： 美国历史上三位总统面临弹劾 8
图表 4： 发达国家民粹主义浪潮 10

一、特朗普弹劾风波再起，或成为美国史上首位两遭弹劾的总统

当地时间 1 月 11 日，美国国会众议院民主党人正式提交针对总统特朗普的弹劾条款草案，指控其“煽动叛乱“。弹劾条款草案谴责特朗普煽动暴徒冲进国会大厦，造成人员伤亡和破坏，并指出特朗普继续执政将对国家安全、民主和宪法构成威胁，严重威胁美国及其政府机构的安全，干扰和平的权力移交，损害政府的平等地位等。弹劾条款草案引用了《宪法》的第十四修正案，指出该宪法“禁止任何叛乱美国的人就职“。弹劾条款草案还指出特朗普与佐治亚州州务卿布拉德·拉芬斯珀格的电话涉嫌干扰美国民主选举，电话中特朗普敦促布拉德“找到”足够的选票，以推翻该州的总统选举结果

众议院议长佩洛西提出了两种总统弹劾方案，一为彭斯执行二十五号法案，二为由众议院提起弹劾议程，但执行二十五号修正案可能性较小。在提交弹劾法案之前，美国众议院议长南希•佩洛西曾表示，希望通过副总统援引第二十五条修正案罢免总统，但遭到了共和党的反对，随后民主党提交了弹劾条款草案。二十五号修正案是在总统有严重身体疾病或遭到绑架等极端条件下，总统无法继续履行总统职责时，副总统可直接召开内阁会议，获得大多数内阁成员同意后，副总统可任代总统。当地时间 12 日，美国国会众议院进行投票，以 222 票赞成、204 票反对的表决结果通过决议，要求副总统彭斯动用美国宪法第 25 条修正案罢免总统特朗普。**此前，彭斯曾致信众议院议长佩洛西表示拒绝动用第 25 条修正案，其执行二十五号修正案可能性较小。彭斯并未执行二十五号修正案而最终由众议院发起弹劾。**一是基于彭斯个人利益，彭斯执行二十五号修正案或激起特朗普支持者的反感，不利于其未来的政治生涯。二是基于共和党利益，二十五号修正案自通过以来尚未执行过，若彭斯执行二十五号修正案迫使总统下台，本次事件将记入美国历史，不利于共和党形象。假如彭斯执行二十五号修正案成为代总统候，可对特朗普进行特赦，使其免于遭受弹劾。

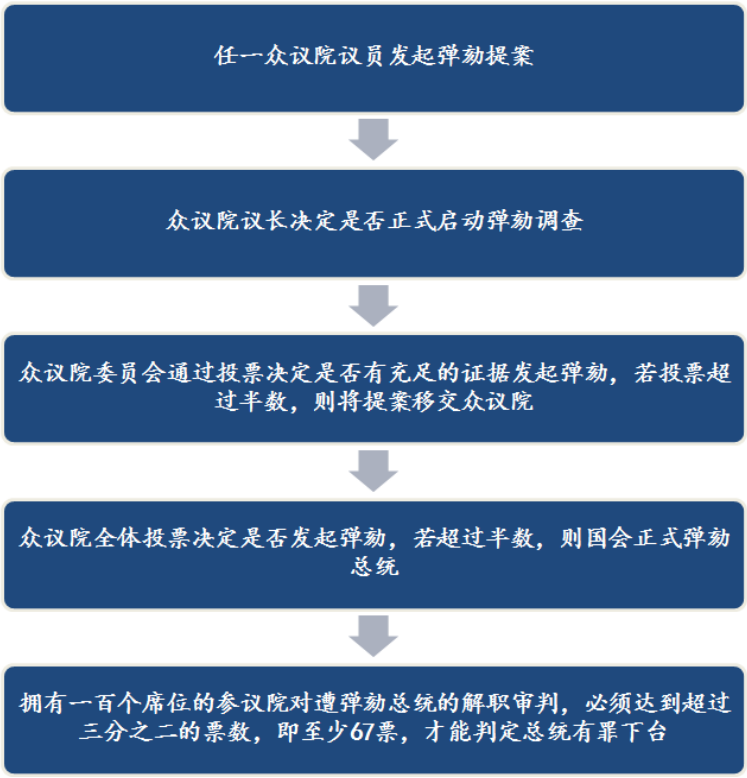
众议院议长南希·佩洛西表示，如果副总统迈克·彭斯和内阁不援引《第二十五条修正案》并免除特朗普的权力，他们将立即进行弹劾投票。**预计众议院将于美东时间 1 月 13 日上午开始审议弹劾条款草案。目前，部分共和党众议员也表示将考虑支持本次弹劾。**

（一）特朗普再陷弹劾风波，首次弹劾源起乌克兰“电话门”

特朗普可能成为美国历史上首位两次遭弹劾的总统，早在 2019 年 9 月 24 号，美国众议院议长南希·佩洛西就曾因为特朗普”乌克兰“电话门事件提起对特朗普的弹劾调查，称其“违背了宣誓誓言，背叛了国家安全，背叛了选举的公正”。

弹劾总统需要五大步骤，需众议院和参议院两院共同决定，众议院发起并半数投票通过后，参议院需超过三分之二的票数才能通过弹劾，具有最终决定权。根据美国宪法规定，“总统、副总统，以及所有美国政府官员在受到弹劾并认定犯有背叛、贿赂或者其他重罪和轻罪时将被免除职务“。弹劾可分为五大步骤：1）众议院议员发起弹劾提案；2）众议院议长决定是否正式启动弹劾调查；3）众议院委员会通过投票决定是否有充足的证据发起弹劾，若投票超过半数，则将提案移交众议院；4）众议院全体投票决定是否发起弹劾，若超过半数，则国会正式弹劾总统；5）参议院举行审讯并全体投票决定是否弹劾总统，美国宪法规定，拥有一百个席位的参议院对遭弹劾总统的解职审判，必须达到超过三分之二的票数，即至少 67 票，才能判定总统有罪下台。**当地时间 1 月 12 日，美国国会众议院投票，以 222 票赞成、204 票反对的表决结果通过决议，要求副总统彭斯动用美国宪法第 25 条修正案罢免特朗普，即目前即将进入关键阶段，由参议院投票。**

图表1：美国弹劾总统流程



资料来源：CNN、粤开证券研究院

特朗普第一次弹劾风波源于 2019 年 8 月爆发的乌克兰“电话门”事件。据知情人士透露，特朗普于 2019 年 7 月与乌克兰总统泽伦斯基举行电话会议中泄露美国秘密情报，并多次暗示乌克兰政府调查美国前副总统、民主党总统参选人拜登和他的儿子。在此之前，特朗普曾指示美国政府暂停对乌克兰提供将近 4 亿美元的军事援助，这被视为特朗普向乌克兰总统施压的证据。乌克兰“电话门”事件爆发后，2019 年 12 月 18 日，美国众议院表决以 230 票对 197 票、229 票对 198 票通过特朗普总统“滥用权力”和“妨碍国会调查”两项弹劾条款。2020 年 1 月 15 日，特朗普被联邦众议院以滥用总统职权、妨害国会调查两项罪名，移送联邦参议院接受解职审判。**2020 年 2 月 5 日，共和党把持的美国国会参议院以 52 票对 48 票、53 票对 47 票，先后否决了两项弹劾条款，判定特朗普无罪。**

图表2：特朗普首次乌克兰“电话门“弹劾风波全程回顾



资料来源：CNN、粤开证券研究院

特朗普首次弹劾风波表面上是由特朗普的言行不端引起，但其实质是美国大选前夕的两党角逐白热化。在首次弹劾之前，民主党内曾多次出现过弹劾特朗普指控奥巴马窃听、“通俄门”等的讨论。在 2018 年中期选举，民主党在夺回众议院多数席位后，民主党内部借“通俄门”发起对特朗普弹劾的请求迅速增加，但是由于调查证据不足、担忧弹劾造成民主党内分歧等原因，正式弹劾始终未能启动。而乌克兰“电话门”的对象直指当时民主党内最热总统候选人拜登，且其政治打压的意图和证据更为明显。乌克兰“电话门”事件爆出后，民主党内对于弹劾特朗普的呼声空前一致。实际上，按照当时参议院中共和党 53 席、民主党 45 席、独立议员 2 席的情况，弹劾的流程大概率终止于参议院审议（需 2/3 共 67 的票数通过），最后投票的结果也大致符合预期，45 名民主党参议员与 2 位独立议员对弹劾条款均投下赞成票，共和党参议员仅罗姆尼坚信“企图破坏选举来保住权位，是对宪法极其严重的攻击“并在”妨碍国会调查”条款上跑票，两党在关键投票上各自的团结到达高点。对特朗普的弹劾选在在大选前夕，政治意义大过弹劾是否成功本身。

（二）美国历史上 3 位总统面临弹劾，1 位主动卸任，2 位止于参议院投票

弹劾总统的权利源于美国宪法要求的三权分立，立法权、行政权、司法权分别归国会、总统、最高法院所有，三者之间相互制衡，众议院拥有弹劾行政官员与法官的权力，参议院则负责覆核所有的弹劾提议，美国最高法院院长在总统被弹劾期间会在参议院里任议会主席，但权利不大。**美国历史上共有 3 位总统面临弹劾，其中 1 位主动卸任，2 位没有通过参议院投票得以终止弹劾。**

安德鲁•约翰是美国史上第一位被弹劾的总统，与南北战争后共和党内关于南方重建分歧激化相关。1865 年林肯总统遇刺身亡后，作为副总统的安德鲁•约翰继任为美国第 17 任总统。安德鲁•约翰一上任正值南北战争和林肯总统遇刺后南北矛盾持续激化之时，约翰逊和林肯一样，在南北战争后主张“缓和”的重建方式，废除黑人奴隶制，缓和同南方的关系，解除了对南方港口的封锁等，而共和党领袖们却担忧南方种植园奴隶主的复辟，主张采取“激进”的重建和严厉对待南方的态度。1867 年，激进派在国会通过《军队指挥法》和《任职法》，期望剥夺总统直接统率军队之权，要求总统在任免权利必须征得参议院的同意，安德鲁·约翰逊拒绝执行这两项新法律，并下令撤销陆军部长斯坦顿的职务。1968 年众议院借此向参议院提出对总统的弹劾，**但最终在参议院投票以 1 票优势总统被宣告无罪。**

理查德•尼克松在众议院几乎确定通过弹劾总统的决议、大概率被参议院定罪的情况下，主动离职。对尼克松总统弹劾的起因是“水门事件“在 1972 年美国总统大选中，为盗取对手民主党的竞选策略，以尼克松竞选班子安全问题顾问詹姆斯·麦科德为首的 5 人乔装打扮成管道工，溜进华盛顿水门大厦的民主党全国委员会办公室，在安装窃听器并偷拍文件时被捕。1974 年 7 月，众议院批准针对尼克松”妨碍司法“、”滥用职权“和”蔑视国会“的三项弹劾条款。随着水门案件的不断深入调查，尼克松曾下令中央情报局阻碍联邦调查局调查、向“水门事件”一些涉案人员提供“封口费”等证据不断浮现。尼克松总统最终决定在 1974 年 8 月辞去职位，副总统上台后尼克松被赦免“水门事件”相关罪名，其余相关的总统下属人员则被定罪。

比尔•克林顿在中期选举前夕因“桃色新闻“被弹劾，参议院最终未能通过投票为其定罪。1998 年，克林顿同白宫女实习生莫尼卡·莱温斯基的性丑闻被曝光，受到司法部门调查。1998 年 12 月，众议院通过针对克林顿“向大陪审团作伪证“和”妨碍司法“的弹劾条款，要求众议院罢免克林顿的总统职位并禁止他未来担任任何公职，但最终没有通过参议院的 2/3 表决票。1999 年 2 月 12 日，美国会参议院在对克林顿总统弹劾案的最终表决中，以 45 票赞成 55 票反对和 50 票赞成 50 票反对的表决结果。

以史鉴今，克林顿弹劾案再次印证了总统弹劾的政治意义高于法律意义。虽然三权分立的体制下要求权力制衡，但是总统弹劾实际上是两院不同党派势力的角逐。在该桃色新闻之前，克林顿总统就曾曝过“白水事件“中涉嫌欺诈投资的政治丑闻和其他性丑闻，通过莱温斯基”桃色新闻“这一契机，共和党人希望克林顿因羞辱而主动请辞。但在克林顿弹劾事件中，对总统是否定罪的考虑不但涉及“违宪“行为本身，还涉及到总统个人行为方面的不足与总统在公共事务贡献的比较。加上总统“违宪“行为多是辩护指控本身带来的，民众对于共和党利用“桃色新闻“打压民主党和克林顿总统的做法争议较大，不少舆论认为总统个人的行为问题不足以成为弹劾总统的定罪，并认为该事件对于总统权威和美国形象造成了损害。担心” 政治精英在剥夺选民大众的政治权力“，民众在两党极化当中，走出了中间化的路线。在众议院表决当天，共和党领袖纽特·金里奇在党内外压力下辞去了众议院议长和议员的职务，随后 1998 年 11 月进行的国会中期选举结果揭晓，民主党在众议院反而增加了 6 个席位，逆转民主党的不利局势。

图表3：美国历史上三位总统面临弹劾

总统	在位时期	弹劾时间	弹劾时长	原因	弹劾结果
安德鲁•约翰	1865 年-1869 年	1868 年	94 天	在南方重建采取缓和重建立场，与控制国会绝大多数激进派的共和党议员意见不合。1867 年，激进派在国会通过《军队指挥法》和《任职法》，期望剥夺总统直接统率军队之权，要求总统在任免权利必须征得参议院的同意，安德鲁•约翰逊拒绝执行这两项新法律，并下令撤销陆军部长斯坦顿的职务。1968 年众议院借此向参议院提出对总统的弹劾。	在参议院表决时，因一票之差，弹劾案未能通过，顺利完成任期。1875 年 1 月，其再度当选为国会参议员，为美国历史上总统再度当选议员的首例。
理查德•尼克松	1968 年-1974 年	1974 年	184 天	1972 年美国总统大选中，为了盗取对手民主党的竞选策略，以尼克松竞选班子安全问题顾问詹姆斯•麦科德为首的 5 人，乔装打扮成管道工，溜进华盛顿水门大厦的民主党全国委员会办公室，在安装窃听器并偷拍文件时被捕。1974 年 7 月，众议院批准针对尼克松”妨碍司法“、”滥用职权“和”蔑视国会“的三项弹劾条款。	在国会众议院几乎可以肯定通过弹劾总统的动议，并且也很可能会被参议院定罪的条件下，尼克松主动辞职。副总统上台后，尼克松被赦免，其余相关人员则被定罪。
比尔•克林顿	1992 年-2020 年	1998 年	127 天	因桃色新闻被弹劾，1998 年 12 月，众议院通过针对克林顿“向大陪审团作伪证“和”妨碍司法“的弹劾条款。	参议院表决赞同票明显少于三分之二，克林顿继续任职

资料来源：CNN、粤开证券研究院

二、特朗普再度弹劾风波，何去何从？

特朗普的二次弹劾风波的起因更恶劣、两党力量对比更悬殊。首先，特朗普此次弹劾源起事由性质更为恶劣。国会大厦的暴乱不仅对国会大厦的财产造成破坏，还对国会成员和相关工作人员的生命安全造成威胁，最终造成 5 人死亡，特朗普在国会大厦暴乱事件后饱受指责，不仅逐步失去部分共和党议员的支持，还在舆论上陷入被动，民众群起攻之。这也打消民主党担心弹劾总统带来党内分歧和或带来民众反感的顾虑，更为坚定对特朗普发起弹劾。其次，在弹劾时点和两党势力对比上，此次弹劾已临近拜登就职宣誓，同时民主党拿下参议院最后两个席位、执掌参众两院，弹劾特朗普的阻力大幅削弱。

民主党醉翁之意不在酒，一方面，其希望通过本次弹劾切断特朗普再度竞选之路，并加剧共和党内部分裂程度。藉由此次弹劾，若特朗普最终被定罪，依照美国相关法律未来将难以再次竞选总统。若未被定罪，在此过程中民主党可对特朗普开展更详尽调查，借此暴露之前特朗普团队可能被掩盖的“违法行为“。据路透社民意调查发现，特朗普败选后支持率依然有 41%，远高于往届 20-30%的水平，特朗普仍是下届总统的有力竞争者，而若弹劾议案顺利推进，依靠民主党在参议院中的 50 个席位，弹劾议案获得参议院 50%的投票后即可依照法律取消特朗普再任公职的权力，从而减少民主党在 2024 年总统竞选中的竞选压力。**同时，**弹劾还能打击特朗普家族的发展势力和从政野心，特朗普的女儿伊万卡曾频频在政治场合亮相。**此外，**国会大厦暴乱后，包括教育部长、交通部长在内的多名特朗普内阁成员和白宫高官纷纷辞职，表达对特朗普煽动行为的抗议并撇清关系，民主党此次弹劾将加速共和党内特朗普支持者与反对者之间的分裂。

另一方面，本次弹劾能为拜登上台顺利施政铺路。此前，特朗普不承认败选，并频繁阻碍拜登团队过渡。2020 年 12 月 28 日，美国继任总统拜登公开谴责暂未离任的特

朗普团队阻碍过渡移交工作的进程，而导致美国面临安全危险。**1 月 6 日，民主党拿下参议院，拜登施政纲领顺利实施的阻力进一步削减。**民主党赢下乔治亚州两个席位，叠加副总统哈里斯额外的投票权，民主党获得参议院控制权，民主党时隔 12 年再次控制白宫和参众议院，为拜登纲领的实施平添助力。不过，从席位竞争激烈程度创历史之最，到特朗普的支持者冲进国会，依然体现着美国社会的加速分裂，暗示着拜登执政之路的不平坦。因此，民主党弹劾特朗普是对其的政治警告，使其在弹劾调查过程减少对于拜登团队过渡的阻碍，为拜登顺利施政铺路。

整体来看，此次弹劾特朗普的政治意义大于法律意义，弹劾在参议院投票中通过概率较低。一是按照参议院中两党 50：50 的席位对比，最终仍较难达到 2/3 的投票要求。二是在离拜登宣誓就职仅不到 10 天，本次弹劾流程难以在特朗普任期内走完，过去对安德鲁、克林顿、尼克松三位总统的弹劾过程分别历时 94 天、127 天和 184 天。参议院多数派领袖麦康奈尔表示，若弹劾议案提交到参议院，弹劾议程排期最早也需至 1 月 19 日。**此外，尽管本次国会大厦暴乱使部分共和党议员考虑支持本次弹劾，但共和党仍可能在保持“党派体面”和完全割裂特朗普之间做出权衡。**另外，特朗普和拜登竞选以来选情的焦灼程度，表明特朗普仍有较大的民意支持，如果特朗普弹劾最终通过，很可能引发其狂热支持者反对“政治迫害”的新一轮暴乱。民主党已经拿下总统和参众两院，政治极化愈演愈烈的情况下，克林顿弹劾案中的“民意反扑”或将重现，舆论出于两党平衡的考量，仍可能走出中间化路线，反对通过特朗普弹劾议案。

三、特朗普屡遭弹劾的背后：民粹主义、两党极化和社会撕裂

特朗普两遭弹劾和总统、议会席位选举中两党的选情焦灼体现了政治极化的加剧。拜登上台后面临严重的政治两极化，据皮尤公司最新民调显示，超过 60%的美国人认为两党都“太过极端”，如何在两党中找到平衡是拜登内阁提名的关键问题。为此拜登致力建立多元化内阁以平衡各势力，建立专业化内阁以平衡政治两极化。

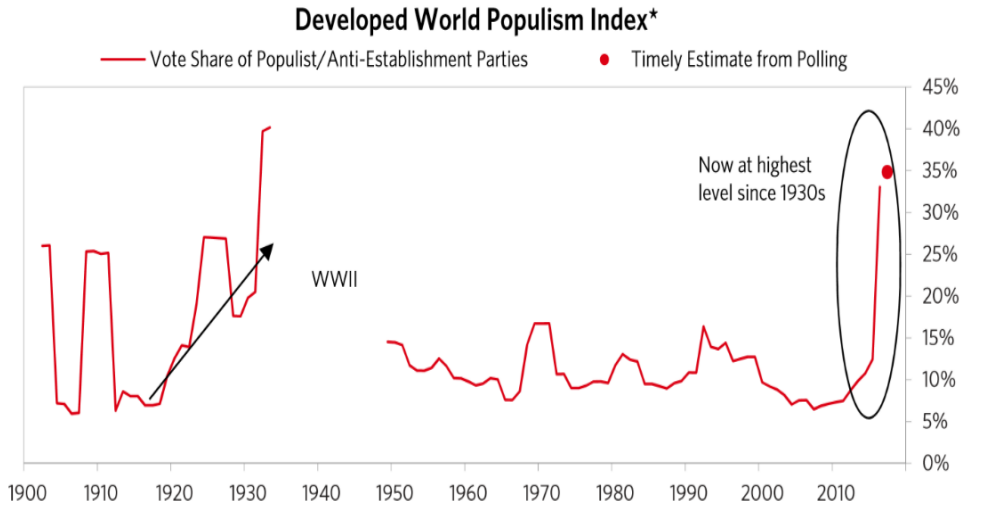
有趣的是，两党极化的背面，可能反而体现美国民众对于凝聚共识的诉求、经济政治顺利开展对于相对“集权“的政府的要求。面对多重的社会矛盾，三权分立叠加两党极化可能带来极端政治和施政过程中的层层阻碍。信息技术快速发展使得民众对于政策制定的质量和时效要求加大，而三权分立、党派斗争却放缓政策制定时效，在新冠疫情重大危机事件对于应急机制响应机制的极高要求冲击下，这一矛盾更加激化。在多重矛盾下凝聚共识，才能保持国家和社会的良好运转。

总结来看，特朗普屡次遭弹劾的直接原因是其对于民主法治的漠视，而根源在于美国社会的撕裂与民粹主义的兴起。从第一次弹劾的乌克兰“电话门“中，特朗普企图利用职权和政治施压干预总统选举，到此次弹劾门中”煽动暴乱“的指控，均体现了特朗普对于民主法治的漠视，给了民主党指控的”可乘之机“。而在这背后，体现了贫富差距拉大和社会撕裂下，美国民众对于政治失序和混乱的消极态度，民粹主义迅速抬头。桥水基金的报告显示，2016 年以来，发达国家民粹主义浪潮已达到 1930 年代以来的最高峰。**美国内部种族矛盾、贫富差距、宗教分歧、债务高企、贸易逆差等矛盾相互交织、愈演愈烈，并映射在政治分歧和两党对立上。**美国人口结构的变化改变了选民结构，加剧了种族矛盾，非西裔白人占比从 1980 年代的超过 80%下降至 2019 年的 60%，而西语裔、黑人和亚裔占比上升至 36.4%。贫富差距拉大，较 20 世纪 80 年代，2019 年入前 5%人群占比从 16.5%上升到 23%，而收入后 20%占比从 4.2%下降到 3.1%。

新冠疫情激化了多元矛盾对美国社会的撕裂，也给了进步派改革的历史机会。当前拜登致力建立多元化内阁以平衡各势力，其内阁成员的多元性、专业性，既是其选举拉

票的策略，也彰显了民主党希望借助后疫情时代的历史窗口推进改革、平等、进步的决心。**未来拜登上台，首要任务是疫情防控，其次是经济发展，但在社会撕裂和多元矛盾下，其仍将面临疫后重振经济和大规模财政刺激下政府债务压力之间、“劫富济贫“加税和企业破产压力之间、重回世界治理和打压中国之间等多方面的权衡利弊。**

图表4：发达国家民粹主义浪潮



资料来源：Bridgewater、粤开证券研究院

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com