2020 年 08 月 09 日

2020 年美国大选，你需要了解的关键信息

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

美国大选日益临近，接下来将迎来总统辩论、大选终选投票及选举人团投票等多个重要时点。以史为鉴，临近终选投票的选情越胶着，市场受大选影响可能越大。

● **美国新一届总统大选初选结果已定，未来将迎来总统辩论、终选投票等时点**

美国新一届总统大选初选结果已定，接下来将迎来总统辩论、终选投票等重要时点。美国大选初选结果已定，特朗普、拜登分别锁定共和党、民主党总统竞选人提名。接下来，美国将在 9 月至 10 月举行 3 场总统辩论；11 月 3 日，举行大选终选投票，12 月 14 日举行选举人团投票，2021 年 1 月举行新任总统就职仪式。

美国大选的获胜规则是拿到 270 张选举人票；若无一竞选人获得 270 张票，将由众议院选出总统。美国大选采取“选举人团”制度，选民首先通过普选选出选举人团，后者随后投票确定新任总统。选举人团共 538 张票，获得 270 张票即胜选。若因部分票失效等导致无一竞选人获得 270 张票，则将由众议院选出总统。

● **美国大选获胜关键是赢得摇摆州；目前，特朗普在多个摇摆州选情落后拜登**

由于民主党和共和党都有传统票仓，每次大选中，决定大选最终结果的往往是摇摆州的选情。美国摇摆州主要由传统制造业州和农业州等组成。历届大选投票结果显示，两党总统竞选人只要获得摇摆州的大多数选举人票，最终都赢得了大选。2016 年大选中，特朗普获胜关键也是赢得了 4 个选情最为胶着的摇摆州的胜利。

受疫情及种族矛盾激化等影响，特朗普目前支持率大幅落后拜登，尤其在多个摇摆州劣势明显。4 月以来，伴随疫情持续扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大幅下滑，与拜登差距越拉越大。州层面来看，特朗普在传统红州依然具有明显优势，但在摇摆州，尤其是佛罗里达、宾夕法尼亚等关键摇摆州中，选情大幅落后。

● **以史为鉴，临近终选投票日的选情越胶着，主要资产价格受大选影响可能越大**

目前舆情显示，拜登胜选的概率相对较大；但这并不代表特朗普败局已定，翻盘的可能性不容忽视。虽然拜登目前优势较大，但特朗普若能在大选前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。同时，大选投票后，特朗普可在部分选情胶着的州申请重新计票。在输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，特朗普还可尝试拖延选举人确认，将大选结果决定权推向众议院。

以史为鉴，临近终选投票日的选情越胶着，主要资产价格受大选影响可能越大。1952 年以来，美国已举办 17 次总统大选，有 11 次是在任总统谋求连任。回溯历次大选前后市场表现，在在任总统谋求连任的大选年中，若临近投票日的选情胶着，以美股为代表的风险资产在投票前的表现一般较弱。与美股表现相反的是，选情越胶着，以黄金和长端美债为代表的避险资产在投票前的表现一般越强势。

● **风险提示：**选情持续落后下，特朗普在大选投票前对外推行极端政策。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（三）
政策的“长期逻辑”与“短期约束”》-2020.8.7

《宏观经济点评-货币政策的长短期平衡》-2020.8.6

《宏观深度报告-“双循环”驱动系列（一）
“国内国际双循环”的全球视野》-2020.8.4

目 录

1、 2020 年美国大选日不断临近，特朗普与拜登进入决胜阶段 4
1.1、 美国大选初选结果已定，未来将迎来党代会、总统辩论等重要时点 4
1.2、 美国“选举人团”制度下，总统选举获胜规则及大选投票方式探究 6
2、 有何不同？特朗普与拜登的核心政策主张及最新选情分析 8
2.1、 商人型政客 VS 老牌政客，特朗普与拜登成长经历及政策主张对比 8
2.2、 特朗普与拜登在基本盘的选情较为稳固，但后者在摇摆州优势明显 11
3、 花落谁家？美国总统大选结果推演以及可能对市场的影响 14
3.1、 谁能入主白宫？目前拜登领先优势较大，但特朗普仍存在翻盘可能 14
3.2、 以史为鉴，临近投票日大选走势越胶着，对资产价格的干扰或越大 17
4、研究结论 20
5、风险提示 20

图表目录

图 1: 共和党初选中，特朗普以绝对优势胜选 4
图 2: 民主党初选中，拜登以绝对优势胜选 4
图 3: 2020 年美国大选，特朗普将继续与彭斯搭档 4
图 4: 参议员哈里斯被认为是拜登竞选搭档的绝佳人选 4
图 5: 美国 2020 年总统大选投票前流程安排 5
图 6: 美国 2020 年总统大选投票后流程安排 5
图 7: 美国宪法规定，调整大选日程必须经国会投票通过修改选举法完成 6
图 8: 美国“选举人团”制度下，538 张选举人票的由来 6
图 9: 历史上，美国曾出现竞选人获得选举人票不足一半 7
图 10: 竞选人获选举人票不足一半时，众议院决定大选 7
图 11: 美国大选终选日，选民将同时对总统、国会议员、州长这三项选举投票 7
图 12: 美国大部分州要求申请邮寄投票的选民，提前邮寄选票 8
图 13: 拜登通过整合民主党内部力量，赢得大选初选 10
图 14: 疫情反弹及种族矛盾激化下，特朗普支持率大跌 12
图 15: 越来越多的民众认为特朗普将输掉大选 12
图 16: 竞选资金上，拜登迎头赶上、与特朗普差距缩小 12
图 17: 选民对特朗普、拜登处事能力的信任度差异显著 12
图 18: 加州等传统蓝州，拜登支持率优势明显 12
图 19: 堪萨斯等传统红州，特朗普优势明显 12
图 20: 美国主要摇摆州中，拜登支持率优势明显 14
图 21: 与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大 14
图 22: 与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大 14
图 23: 特朗普大选年支持率下滑的幅度，仅次于连任失败的卡特和老布什 15
图 24: 2016 年，特朗普支持率在第二场辩论赛后走高 15
图 25: 2016 年，特朗普支持率在第三场辩论赛后走高 15
图 26: 对部分州选举结果存疑时，特朗普可上诉、申请重新计票 16
图 27: 2020 年美国总统大选，选举人票在不同州的分布情况 17
图 28: 1952 年以来，美国谋求连任的在任总统中，有 7 位连任成功、3 位连任失败 17

表 1: 美国大选投票方式包括现场投票和邮寄投票 8
表 2: 特朗普“百日新政”计划中主要政策落地的通过标准以及完成情况 9
表 3: 民主党总统竞选人拜登的生平经历 10
表 4: 特朗普与拜登的政策主张大相径庭 11
表 5: 最近 5 届大选中，传统红州、蓝州的投票情况 13
表 6: 2000 年以来，美国大选中邮寄选票数占总选票数的比例不断提升 16
表 7: 美股在美国总统连任年的表现强于非连任年，若连任年临近投票日的选情胶着，美股表现往往较差 18
表 8: 美国总统连任年中，临近投票日的选情越胶着，黄金表现一般越强势 19
表 9: 美国总统连任年中，临近投票日的选情越胶着，长端美债收益率在投票前往往趋于回落 19

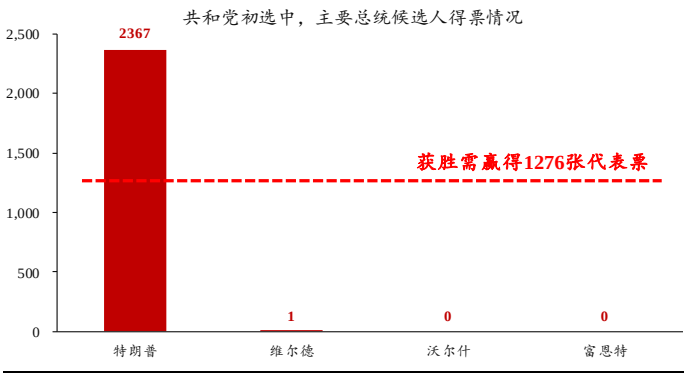
美国大选日益临近，接下来将迎来总统辩论、大选终选投票及选举人团投票等多个重要时点。以史为鉴，临近终选投票日的选情越胶着，市场受大选影响可能越大。

1、 2020 年美国大选日不断临近，特朗普与拜登进入决胜阶段

1.1、 美国大选初选结果已定，未来将迎来党代会、总统辩论等重要时点

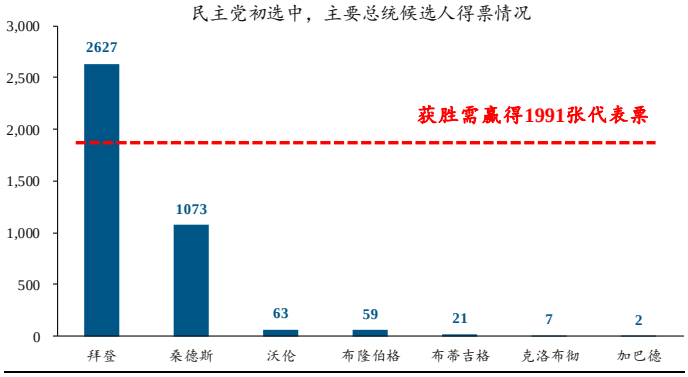
2020 年美国总统大选初选结果已定，特朗普、拜登分别锁定共和党、民主党总统竞选人提名。美国总统大选可分为初选和终选，自大选年的 2 月开始，一直到年中，共和党和民主党一般将分别举行党内初选，在党内众多总统竞选人中选出唯一代表；年中以后，代表两党参选的竞选人将在美国全境宣传、造势，并在 11 月初的大选终选中决出总统。目前，共和党、民主党内，特朗普、拜登已分别以绝对优势赢得初选。竞选搭档方面，特朗普宣布再次与彭斯（现任副总统）合作；而拜登目前仍未确定搭档，具有非裔血统的女参议员哈里斯被认为是拜登搭档的最有力竞争者。

图1：共和党初选中，特朗普以绝对优势胜选



数据来源：TAP、开源证券研究所

图2：民主党初选中，拜登以绝对优势胜选



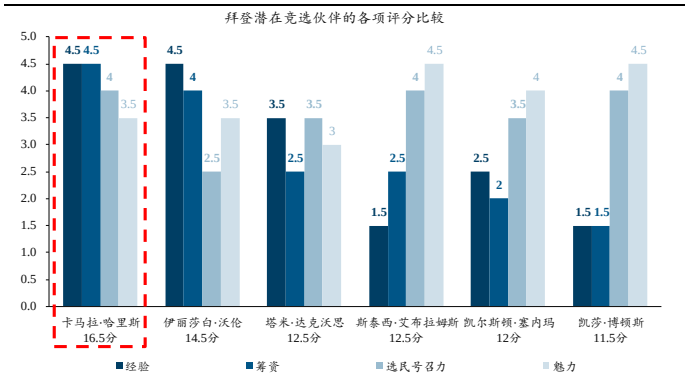
数据来源：TAP、开源证券研究所

图3：2020 年美国大选，特朗普将继续与彭斯搭档



资料来源：Wikipedia

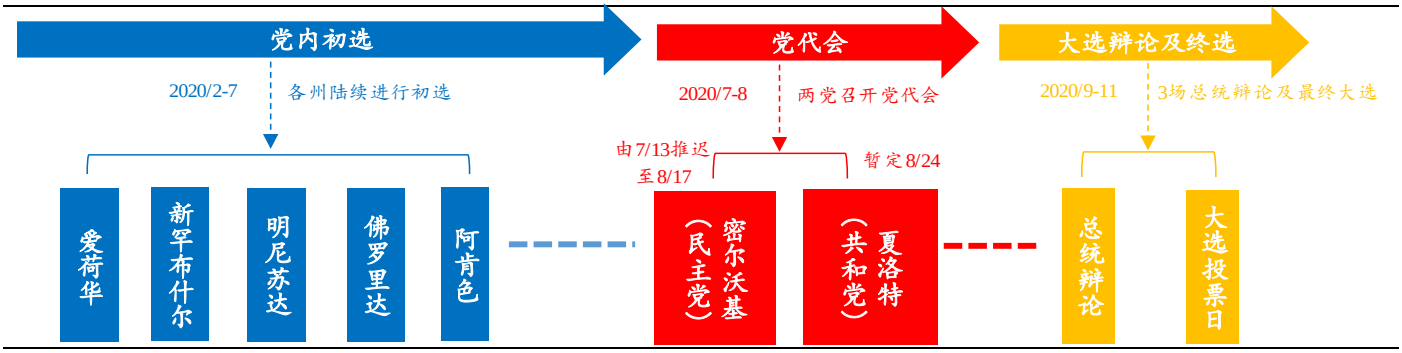
图4：参议员哈里斯被认为是拜登竞选搭档的绝佳人选



数据来源：BBC、开源证券研究所

2020 年美国总统大选终选投票将于 11 月 3 日举行，投票前两党将分别举行党代会，特朗普和拜登也将举行 3 场辩论赛。受疫情影响，民主党和共和党均推迟召开了党代会（正式确认党内总统竞选人提名）。根据两党最新公布的日程安排，民主党已基本确定在 8 月 17 日召开党代会，但拜登将选择通过线上直播方式参会；同时，共和党初步计划在 8 月 24 日召开党代会，但将大幅压缩会议规模，并且不对媒体开放。党代会结束后，拜登和特朗普将在 9 月至 10 月，举行 3 场总统辩论赛，通过电视直播的方式向公众阐述自己的政策主张。

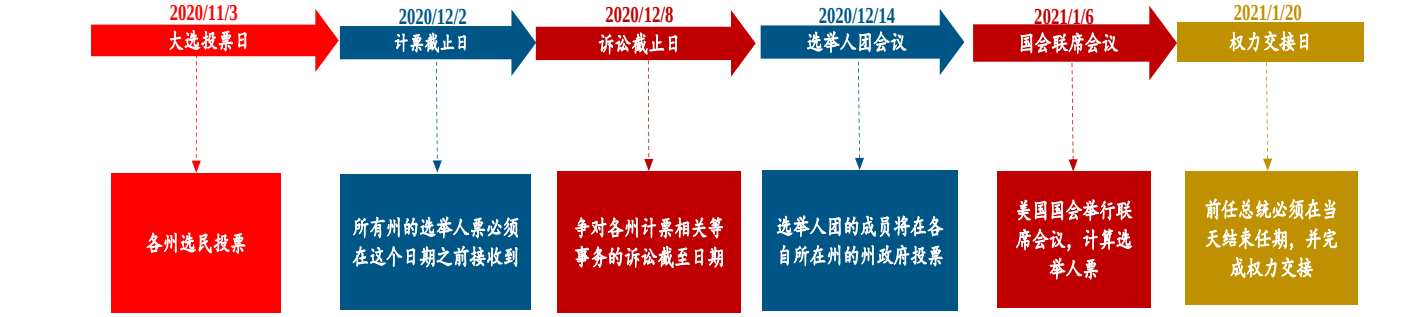
图5：美国 2020 年总统大选投票前流程安排



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

美国大选终选投票日之后，还有选举诉讼截止日、选举人团投票日等多个关键时点。美国大选终选投票后，获得更多选举人票的总统竞选人，还需要经过多个流程，才能正式确定胜选。具体来看，终选投票中落后的总统竞选人，若对美国部分州的计票等相关事务不满，可以选择在 12 月 8 日前向联邦法院上诉，申请重新计票。在确认各州选举人票有效性后，12 月 14 日，美国选举人团的成员（由之前 11 月 3 日的选举选出）将在各自所在的州政府进行投票，正式确定大选胜选的竞选人。2021 年 1 月 20 日，前任总统将结束任期，新任总统正式宣誓就职。

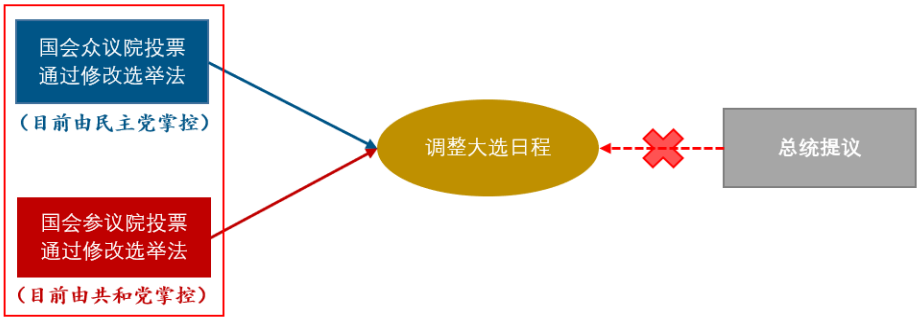
图6：美国 2020 年总统大选投票后流程安排



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

根据美国宪法规定，特朗普无权调整大选终选投票日，并且必须在新旧总统交接日正式卸任。虽然特朗普多次表示希望推迟大选投票，但美国宪法规定，调整大选投票日必须经国会修改选举法完成，总统并无这一权力。历史上美国从未推迟过大选，无论是二战还是南北战争时期大选都照常举行。与此同时，根据美国宪法第 20 修正案“正副总统的任期应于原定任期届满之年的 1 月 20 日终止”条款，无论大选是否选举出了新总统，特朗普都必须在 2021 年 1 月 20 日卸任。

图7：美国宪法规定，调整大选日程必须经国会投票通过修改选举法完成

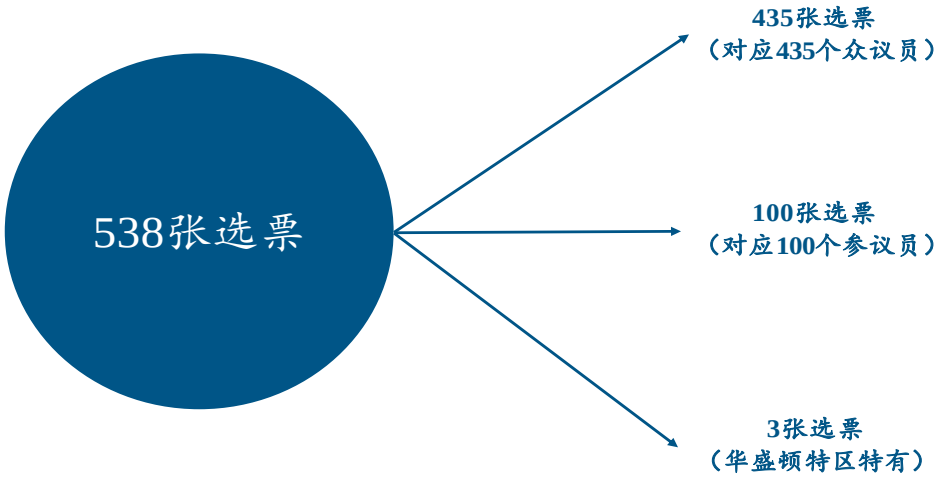


资料来源：US Congress、开源证券研究所

1.2、 美国“选举人团”制度下，总统选举获胜规则及大选投票方式探究

美国大选制度的核心是“选举人团制度”，拿到 270 张选举人票，可锁定总统宝座。与大部分国家不同，美国的总统由选举人团选举产生，而非选民直选。大选终选投票日，美国选民将选出代表 50 个州和华盛顿特区的 538 名选举人，以组成选举人团；赢得 270 张选举人票的总统竞选人，可锁定总统宝座。根据宪法规定，538 张选举人票中，535 张票将按照各州国会议员的数量（参众议员人数总和）在不同州之间按比例分配，剩余 3 张票则为华盛顿特区所有。美国绝大多数州均实行“胜者全得”规则，即把所有选举人票全部给予在本州获得更多普选票的竞选人。

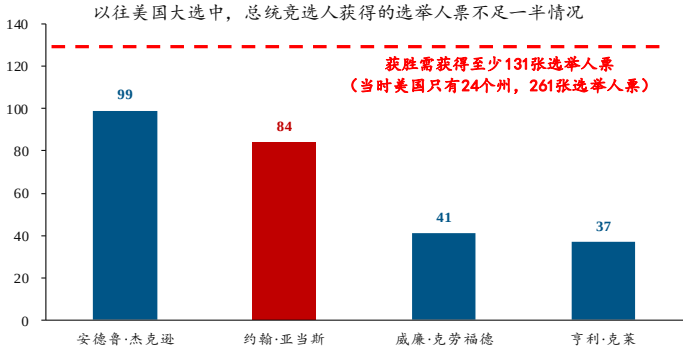
图8：美国“选举人团”制度下，538 张选举人票的由来



资料来源：Ballotpedia、开源证券研究所

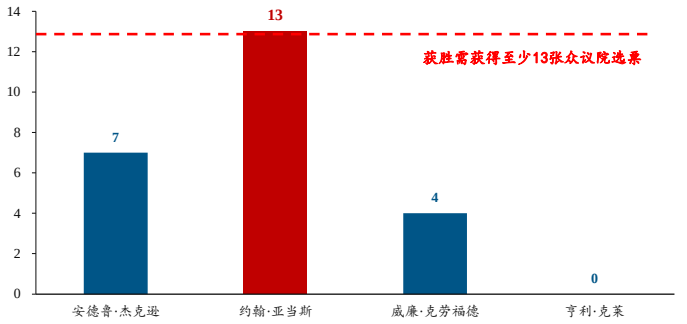
若无一总统竞选人获得 270 张及以上的选举人票，将由美国国会众议院代表各州选出总统。美国大选中，部分州的选举人票“失效”（因州议会未及时确认），或选举人“跑票”（未按约定支持党内竞选人），都可能导致没有总统竞选人获得超过一半的选举人票。这一背景下，根据美国宪法规定，将由美国国会众议院选出总统。具体来看，众议院将赋予美国各州一张“选票”(50 个州共 50 张选票)，得票数过半（26 票）的竞选人将当选新任总统。其中，各州的“选票”归属，将由各州的国会众议员投票决出（即众议员人数更多的党派，将获得这张选票）。

图9：历史上，美国曾出现竞选人获得选举人票不足一半



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

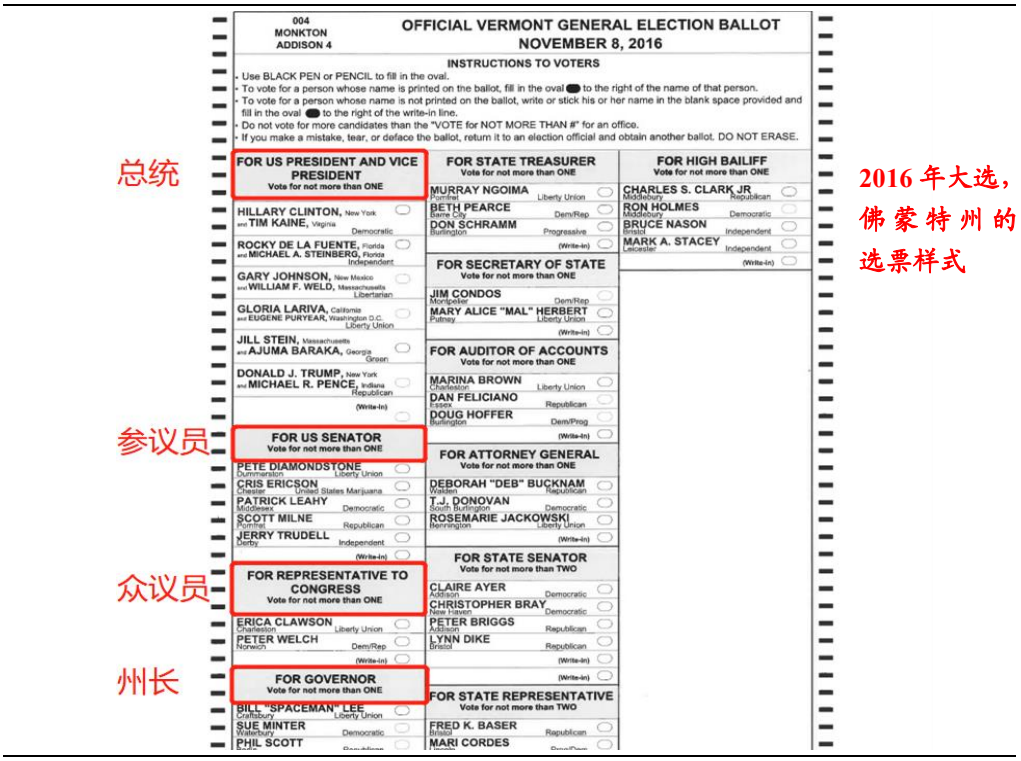
图10：竞选人获选举人票不足一半时，众议院决定大选



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

2020 年 11 月 3 日，除了总统大选终选投票外，美国还将举行国会议员及州长的换选。总统终选投票的当天，美国全体众议员、1/3 的参议员以及部分州的州长也将参与换选。与总统选举一样，国会议员及州长的选举分为初选和终选两个阶段。总统大选初选阶段，大部分州的选民将同时对总统、国会议员及州长的竞选人进行投票；总统大选终选日（11 月 3 日），所有州的选民将同时对这三项选举进行投票。

图11：美国大选终选日，选民将同时对总统、国会议员、州长这三项选举投票



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

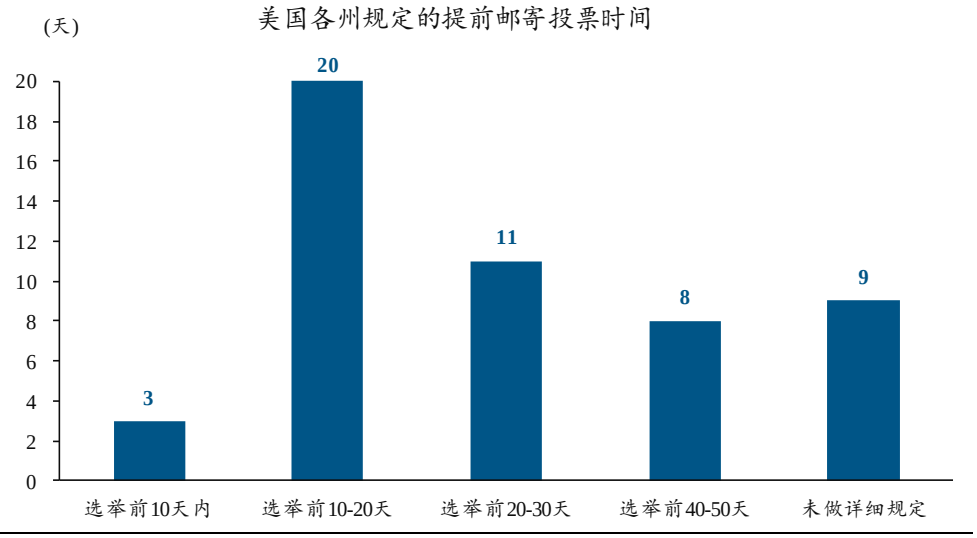
美国大选投票方式分为现场投票和邮寄投票，后者往往要求选民提前 10-30 天邮寄出选票。现场投票一般要求选民于大选终选投票日亲自到现场投票；若时间冲突，选民可申请在大选日前的指定日到现场投票。与此同时，若因特殊情况无法到现场投票，选民可向州政府申请邮寄投票，在得到批准后将选票寄出。2000 年以来，随着申请邮寄投票的选民不断增多，为简化程序，美国多个州放开申请限制、允许选民直接邮寄邮票。考虑到邮寄投票需要更多时间计票，美国大部分州要求选民在距离大选日前 10-30 天，提前邮寄出选票。

表1：美国大选投票方式包括现场投票和邮寄投票

投票方式		规则
邮寄投票	申请邮寄	注册选民必须向州政府提出申请，在得到批准后将选票寄出。如果选民填写不当，州政府可以否认选票；如果选民伪造信息，州政府可依法处置。
	直接邮寄	注册选民会自动收到一封选票，填写完毕后寄出，或者在选举日的某个时间存放在投票地点或安全投寄箱中。
现场投票	大选日前	若时间冲突，注册选民可申请在指定日期亲自出现在指定地点投票。
	大选当日	注册选民大选日当天在指定时间和地点投票。

资料来源：US Gov、开源证券研究所

图12：美国大部分州要求申请邮寄投票的选民，提前邮寄选票



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

2、 有何不同？特朗普与拜登的核心政策主张及最新选情分析

2.1、 商人型政客 VS 老牌政客，特朗普与拜登成长经历及政策主张对比

特朗普虽然在当选总统前无任何从政经验，但当选总统后，完成了大部分竞选时提出的政策承诺。2015 年前，特朗普一直深耕商界，从未涉足政坛。2015 年 6 月，特朗普对外宣布将竞选美国总统，并在 2016 年 5 月锁定共和党总统竞选人提名。2016 年 10 月 22 日，在总统大选投票前，特朗普在葛底斯堡发表演说，提出“百日新政”计划，向选民承诺上台后他领导的新政府，将实施 6 项措施、7 项方案，他本人也将推行多项新政，并与国会合作修改多条法律。成功当选总统后，虽然曾遭遇国内各种阻力，但特朗普最终完成了“百日新政”计划中近 70%的政策承诺。

表2：特朗普“百日新政”计划中主要政策落地的通过标准以及完成情况

	“百日新政”主要主张	政策落地通过标准	完成情况
新政府 6 项措施	①提出宪法修正案，规范国会成员的任期上限；	审批权归属国会	
	②停止招聘联邦雇员，通过自然人员流失的方式减少政府职员；	行政命令	完成
	③每出台一条新的联邦法令后，两条与之相关的法令将被移除；	行政命令	完成
	④白宫和国会官员自离职起，五年内不准担任说客；	行政命令	
	⑤白宫官员将被终身禁止为外国政府做说客；	行政命令	完成
	⑥美国大选将全面禁止接收来自国外的政治献金；	行政命令	
新政府 7 项方案	①将就北美自由贸易协议进行重新谈判，若谈判失败直接退出；	行政命令	完成
	②将退出太平洋伙伴关系协定（TPP）；	行政命令	完成
	③将中国列为汇率操纵国；	行政命令	完成
	④将审查所有海外不当交易行为，采取各种法律手段进行追责；	行政命令	完成
	⑤将放开对美国能源产业（包括液岩、石油、天然气和洁净煤）的限制；	行政命令	完成
	⑥将放开奥巴马和希拉里设下的限制，扩建能源基础设施；	行政命令	完成
	⑦取消给联合国气候变化问题的拨款，修复美国水资源和环境基础设施；	行政命令	完成
本人推行新政	①撤销奥巴马颁布的每一个违宪措施和行政法令等；	行政命令	完成
	②推选一位大法官的继任者；	审批权归属国会	完成
	③撤销所有拨给避难政策的联邦资金；	行政命令	完成
	④驱逐百万以上有犯罪纪录的非法移民；	行政命令	部分完成
	⑤暂停接收来自恐怖活动频发地区的移民；	行政命令	完成
与国会合作，修改的法律	①推行中产阶级税收减免和简化法案；	审批权归属国会	完成
	②废除离岸法案；	审批权归属国会	
	③推行美国基础建设法案；	审批权归属国会	
	④废除奥巴马医保法案；	审批权归属国会	

资料来源：US Gov，开源证券研究所

与特朗普不同，民主党总统竞选人、美国前副总统拜登是一名资深政客，有着丰富的从政经验。拜登虽然出身平凡，但从小便立志成为政治家。1972 年，拜登在 30 岁的年纪，便成功当选参议员，成为美国历史上排名第六的最年轻的参议员。1988 年和 2008 年，拜登曾两次报名参加总统选举，但均在民主党党内初选阶段失利。2008 年 8 月，初选失利的拜登，接受了民主党总统竞选人奥巴马的邀请，成为后者的竞选搭档。随着奥巴马胜选及 2012 年成功连任，拜登连续 8 年担任美国副总统。2017 年 1 月，拜登在卸任前夕，获得了奥巴马颁授的国民最高荣誉的总统自由勋章。

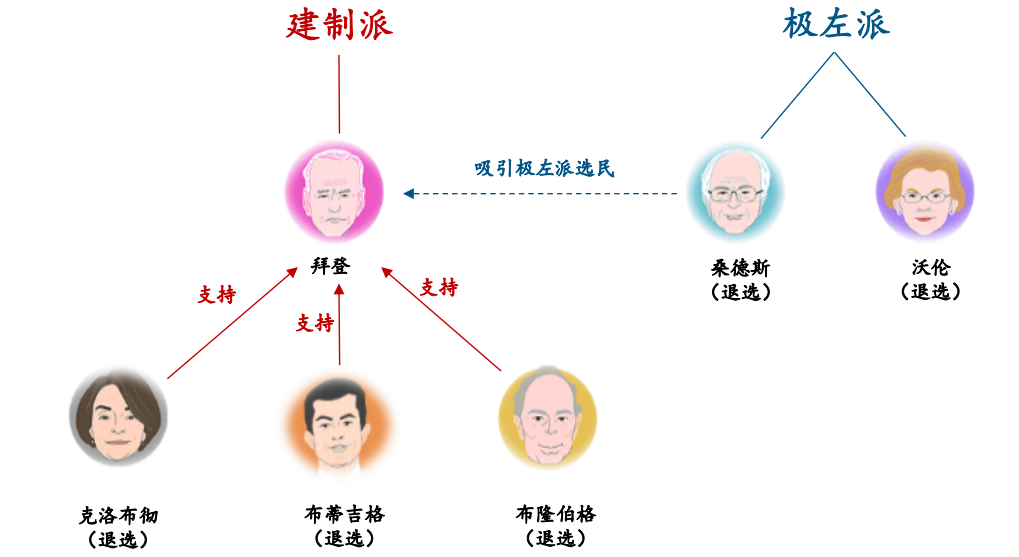
表3：民主党总统竞选人拜登的生平经历

时期	拜登生平经历	
早期生活和教育（1942-1965）	1942 年，拜登出生于美国一个爱尔兰天主教家庭，父母均为中产阶级。 1950 年，在美国陷入经济衰退时，父亲失业，并导致家境衰弱。 1965 年，拜登从美国特拉华大学毕业，取得历史和政治学双学士学位。	立志做政治家
初入美国政坛（1966–1972 年）	1966 年，拜登结婚，并立下在 30 岁之前成为参议员、成为总统的目标。 1968 年，拜登从锡拉丘兹大学法学院毕业，取得法学学位。 1972 年，拜登胜选特拉华州参议员，并在 1973 年 1 月宣誓就职，成为美国历史上第六年轻的参议员。	成功当选参议员
总统竞选之路（1973–2009）	1988 年，拜登第一次宣布参加总统大选，最终失败。 2008 年，拜登第二次宣布参加总统大选，后在党内初选阶段失利。同年 8 月，受邀成为民主党竞选人奥巴马的竞选搭档。	多次参与总统竞选，但均失败
担任副总统及卸任之后（2009 年至今）	2009 年，随着奥巴马胜选，拜登成为美国第 47 任副总统。 2013 年，随着奥巴马成功连任，拜登继续担任美国副总统。 2017 年，拜登卸任美国副总统一职。 2019 年，拜登第三次宣布参加美国总统大选。	担任美国副总统

资料来源：DNC、开源证券研究所

2020 年民主党党内初选阶段，拜登凭借高超的政治手腕，成功整合党内力量、赢得大选初选。2 月初，拜登在民主党初选的第一站爱荷华州“出师不利”，仅获得 14.6%的选票，远不及竞争对手布蒂吉格（34.1%）和桑德斯（29.3%）等。面对选情落后，拜登一方面快速调整自己的政策主张，以迎合党内年轻人的偏好；同时，拜登联合民主党高层，让布蒂吉格等建制派竞选人退选，整合党内建制派力量。伴随着建制派团结一致、集中选票支持拜登，拜登最终击败极左派的桑德斯，获得党内提名。

图13：拜登通过整合民主党内部力量，赢得大选初选



资料来源：DNC、开源证券研究所

政策主张方面，拜登的“极左”主张，几乎与特朗普的“极右”主张完全相反。拜登属于民主党建制派，政治立场传统上属于中偏左。但随着党内极左派势力的壮大，拜登为了拉拢更多选民，政策主张开始向极左靠拢。例如，拜登从支持小幅加税转向了支持大幅加税、打压美国富人阶层，从主张加强金融监管转向了提议征收金融交易税等直接打击华尔街。与拜登的极左主张相比，特朗普的政策主张几乎完全相反。具体而言，特朗普支持大规模减税、而非加税，支持大幅放松金融监管、而非加强监管。同时，特朗普也反对拜登提出的全民医保、提高最低工资等政策主张。

表4：特朗普与拜登的政策主张大相径庭

政策主张	民主党		共和党
	拜登（从中偏左转向了极左派）	桑德斯(极左派)	特朗普
税收	废除特朗普政府对公司和富人的减税措施；将富人最高所得税率从37%提高至39.6%；将企业所得税率从21%提高至28%；征收金融交易税。	支持拆分华尔街大公司，主张对股票，债券和衍生品等交易征收新的交易税；实施更高的、累进遗产税；将企业所得税税率恢复至35%。	计划推出减税2.0协助美国中产阶级经济增长；将中产阶级所得税税率降至15%；个税削减的到期时间从2025年延长至2035年，预计总计将减税1.4万亿美元。
医疗	主张平价医疗法案（Affordable Care Act），与私人医保并存；提倡增加税收抵免的价值以降低保费，将覆盖范围扩大到低收入的美国人；保护宪法规定的流产权。	支持全民医疗保健；主张降低昂贵药物成本。	废除奥马巴医保法案；推出美国医疗法案（AHCA）；减轻针对富人的健康税收；废除强制要求美国公民购买医保；允许保险公司向50至60岁的人群收取更高费用；减少联邦政府对医疗补助的支持，“美国病人优先”。
教育	减轻学生贷款负担；提高教师薪资。	免除全体公民大学学费；免除当前学生贷款；提高教师薪资。	削减联邦学生补助项目的经费；取消补助贷款和公共服务贷款计划；减少“联邦工作学习项目”的经费。
对外及移民	支持从阿富汗撤军；不支持从叙利亚北部撤军；不主张消减军费；主张人道移民政策。	四年内将军队撤出阿富汗；反对北美自由贸易协定，应达成更好的贸易协议，维护美国工人、农民权益。	移民禁令，拒绝为非法穿越南部边境的移民提供庇护；旅游禁令；美墨边境墙。
能源环境	支持“绿色新政”环保计划；关注气候变化，主张“清洁能源革命”计划，确保美国在2050年之前实现100%的清洁能源经济和净零排放。	推行未来15年16.3万亿美元的“绿色新政”，2030年实现电力和交通全部使用可再生能源。	主张实现美国能源独立；支持大力发展传统化石能源。
贸易	支持现有贸易法，反对中国不公平贸易行为；支持NAFTA。	反对自由贸易，支持增加关税，支持与盟友一起对中国施压。	贸易保护主义，主张大规模加征关税

资料来源：DNC、RNC、开源证券研究所

2.2、 特朗普与拜登在基本盘的选情较为稳固，但后者在摇摆州优势明显

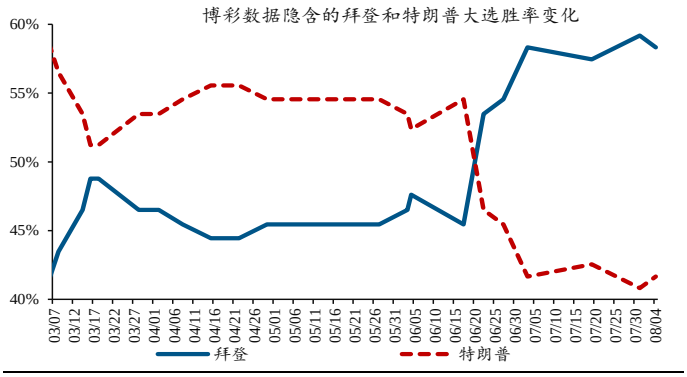
4月以来，受美国疫情持续扩散以及非裔男子死亡事件激化种族矛盾等影响，特朗普选情大幅落后于拜登。民调数据显示，特朗普支持率4月以来由44%左右最低下滑至40%，与拜登支持率差距持续拉大至7个百分点。美国著名博彩网站Oddsshark开出的总统大选赔率隐含的胜选概率数据也显示，特朗普的获胜概率自6月起降至拜登以下，并持续回落。竞选资金方面，特朗普虽然继续领跑，但此前表现较差的拜登已迎头赶上，目前筹得了2.79亿美元的竞选资金，与特朗普的差距由1.5亿美元左右大幅缩小至7500万美元上下。

图14：疫情反弹及种族矛盾激化下，特朗普支持率大跌



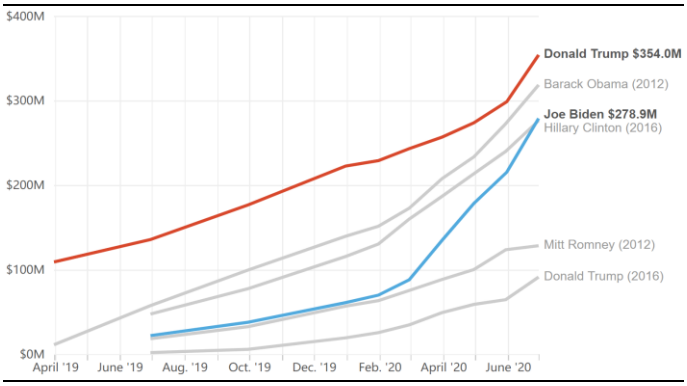
数据来源：RealClearPolitics、开源证券研究所

图15：越来越多的民众认为特朗普将输掉大选



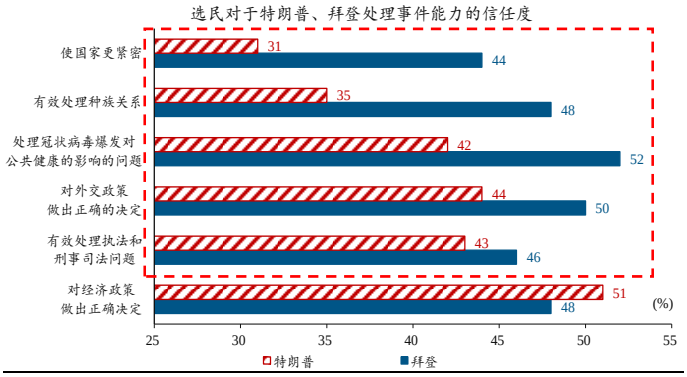
数据来源：Oddsshark、开源证券研究所

图16：竞选资金上，拜登迎头赶上、与特朗普差距缩小



数据来源：FEC、开源证券研究所

图17：选民对特朗普、拜登处事能力的信任度差异显著

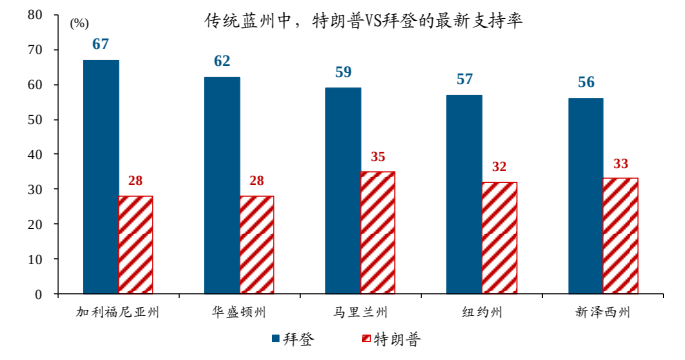


数据来源：Pew Research Center、开源证券研究所

从两党基本盘的最新民调来看，特朗普和拜登均优势明显，并不断巩固胜势。

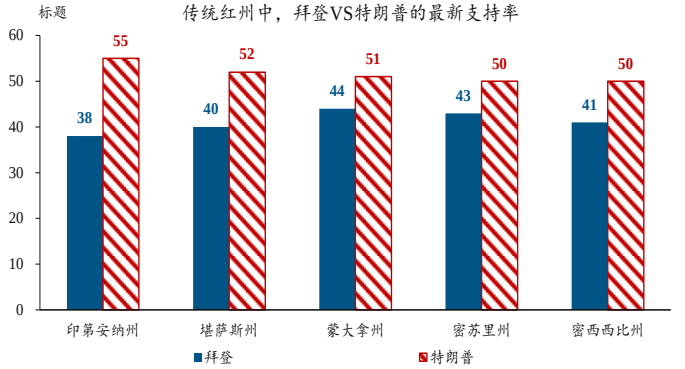
共和党和民主党的政治哲学存在显著差异。其中，民主党的政治哲学是“自由主义”，推崇社会平等，而共和党政治哲学是“保守主义”，注重宗教作用。美国德克萨斯州、犹他州等传统红州的大部分选民，受宗教信仰等影响，始终支持共和党。与之对应的是，加利福尼亚州、纽约州等传统蓝州的大部分选民，受移民观念及地理因素等影响，始终支持民主党。从最近 5 届的大选来看，传统红州和蓝州的投票结果均未发生变化。最新的民调数据也显示，拜登、特朗普在传统蓝州、红州中优势明显。

图18：加州等传统蓝州，拜登支持率优势明显



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

图19：堪萨斯等传统红州，特朗普优势明显



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

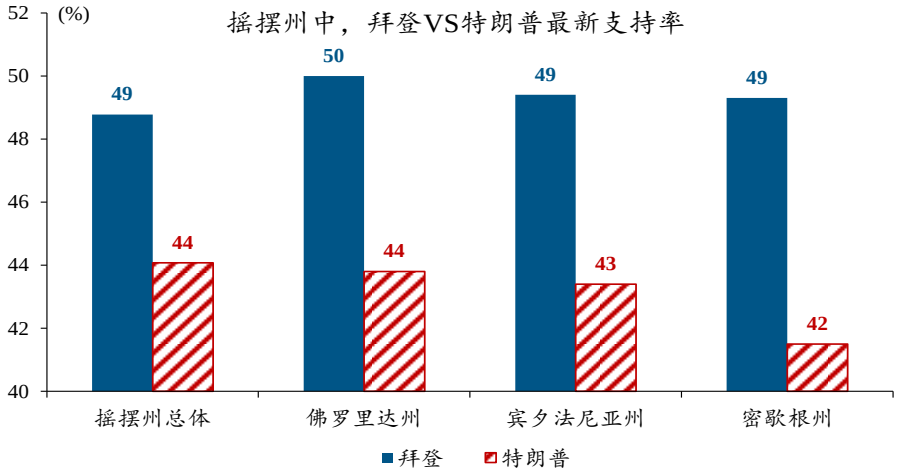
表5：最近 5 届大选中，传统红州、蓝州的投票情况

传统红州	近 5 届大选，一直支持共和党					选举人票	传统蓝州	近 5 届大选，一直支持民主党					选举人票
	2000	2004	2008	2012	2016	(177 票)		2000	2004	2008	2012	2016	(196 票)
Alabama	R	R	R	R	R	9	California	D	D	D	D	D	55
Alaska	R	R	R	R	R	3	Connecticut	D	D	D	D	D	7
Arizona	R	R	R	R	R	11	Delaware	D	D	D	D	D	3
Arkansas	R	R	R	R	R	6	D.C. Washington	D	D	D	D	D	3
Georgia	R	R	R	R	R	16	Hawaii	D	D	D	D	D	4
Idaho	R	R	R	R	R	4	Illinois	D	D	D	D	D	20
Kansas	R	R	R	R	R	6	Maine	D	D	D	D	D	4
Kentucky	R	R	R	R	R	8	Maryland	D	D	D	D	D	10
Louisiana	R	R	R	R	R	8	Massachusetts	D	D	D	D	D	11
Mississippi	R	R	R	R	R	6	Minnesota	D	D	D	D	D	10
Missouri	R	R	R	R	R	10	New Jersey	D	D	D	D	D	14
Montana	R	R	R	R	R	3	New York	D	D	D	D	D	29
Nebraska	R	R	R	R	R	5	Oregon	D	D	D	D	D	7
North Dakota	R	R	R	R	R	3	Rhode Island	D	D	D	D	D	4
Oklahoma	R	R	R	R	R	7	Vermont	D	D	D	D	D	3
SouthCarolina	R	R	R	R	R	9	Washington	D	D	D	D	D	12
Tennessee	R	R	R	R	R	11							
Texas	R	R	R	R	R	38							
Utah	R	R	R	R	R	6							
West Virginia	R	R	R	R	R	5							
Wyoming	R	R	R	R	R	3							

资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

历届美国大选中，摇摆州的投票结果往往决定大选最终走势；目前，特朗普在摇摆州支持率大幅落后拜登。由于两党都有基本盘，因此每次大选中，决定最终大选结果的往往是摇摆州的选情。回顾 2016 年大选，特朗普获胜的关键便是赢得 7 个摇摆州的胜利、共计 110 张选举人票，远超仅赢得 4 个摇摆州、32 张选举人票的希拉里。从主要摇摆州的最新民调来看，4 月以来，拜登的支持率由 46%左右持续抬升至 49%，而特朗普的支持率由 44%左右最低下滑至 42%。在佛罗里达、宾夕法尼亚、密歇根等多个关键摇摆州中，拜登对特朗普的支持率领先幅度均超过 6 个百分点。

图20：美国主要摇摆州中，拜登支持率优势明显



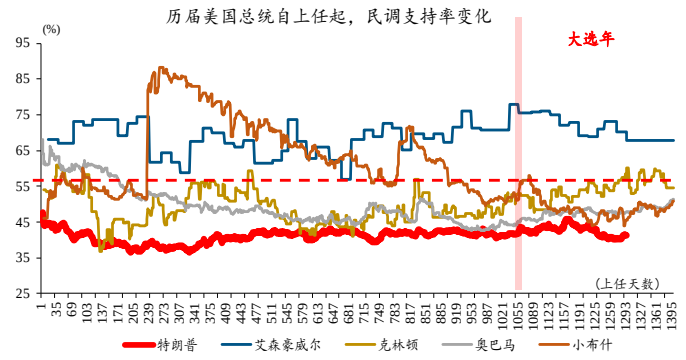
数据来源：RealClearPolitics、开源证券研究所

3、 花落谁家？美国总统大选结果推演以及可能对市场的影响

3.1、 谁能入主白宫？目前拜登领先优势较大，但特朗普仍存在翻盘可能

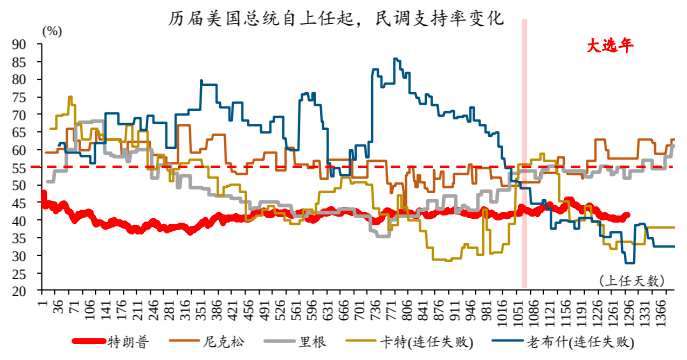
目前舆情显示，拜登拥有较大的领先优势，赢得美国新一届总统大选的概率相对较大。由于在传统蓝州以及多个关键摇摆州拥有较大的领先优势，拜登赢得新一届总统大选的概率相对较大。同时，从历史经验来看，美国谋求连任的总统若在大选前支持率出现大幅下滑，往往难以连任。举例来看，美国 1945 年以来共有 12 位总统（不包括特朗普）谋求连任，其中卡特、老布什这 2 位总统的支持率在大选年双双出现大幅下滑，并最终连任失败。

图21：与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大



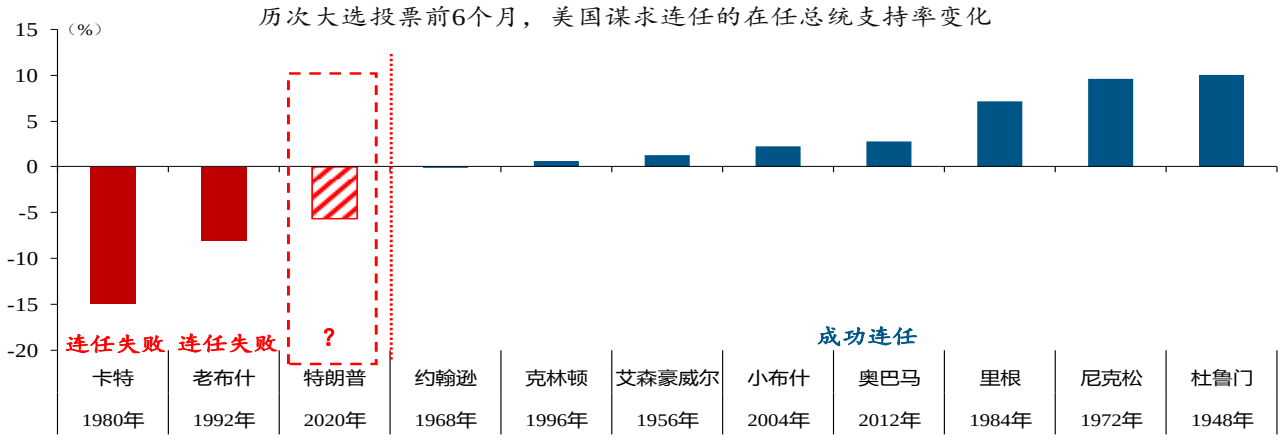
数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

图22：与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

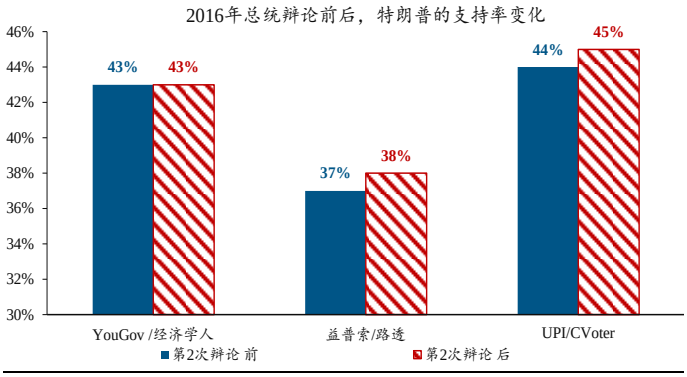
图23：特朗普大选年支持率下滑的幅度，仅次于连任失败的卡特和老布什



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

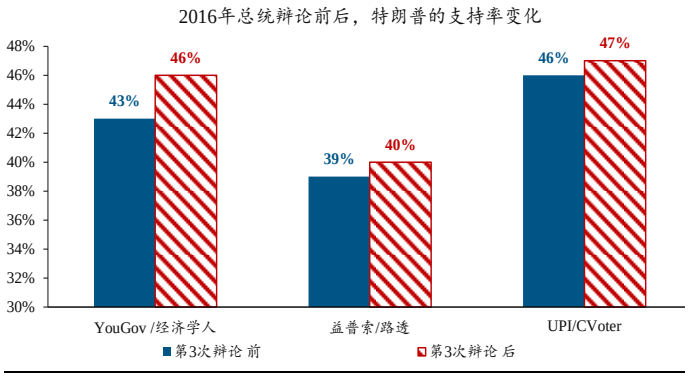
对于特朗普而言，若能在大选前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。美国大选投票前，3 场总统辩论赛上表现优异的竞选人，一般容易吸引选民支持，进而扩大领先优势或缩小与对手的差距。典型的如 2016 年大选，特朗普在 3 场辩论赛前选情依然落后于希拉里；但凭借出色的辩才，特朗普在第 2、3 场辩论赛上大放异彩，支持率随之一路走高，为最终胜选奠定基础。相比于特朗普，拜登年龄更大、且有轻微口吃，辩论能力较差。特朗能若能在大选前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。

图24：2016 年，特朗普支持率在第二场辩论赛后走高



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

图25：2016 年，特朗普支持率在第三场辩论赛后走高



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

大选投票前，特朗普也可借助党派力量让部分州采取更有利于他的投票方式等，以增加连任筹码。美国大选投票时，各州的投票方式、投票站点设置等，均由州政府决定。若选情持续落后，特朗普为了增加连任筹码，可以借助党派力量“影响”部分州的投票。例如，特朗普若更偏好现场投票，可以让共和党在影响力大的州加大宣传、鼓励州内选民尽量在现场投票。同时，特朗普可以请求部分州的共和党政治人物帮助，通过控制投票站点设置等，尽可能加大反对特朗普的群体（如主要支持民主党的少数族裔）的投票难度。

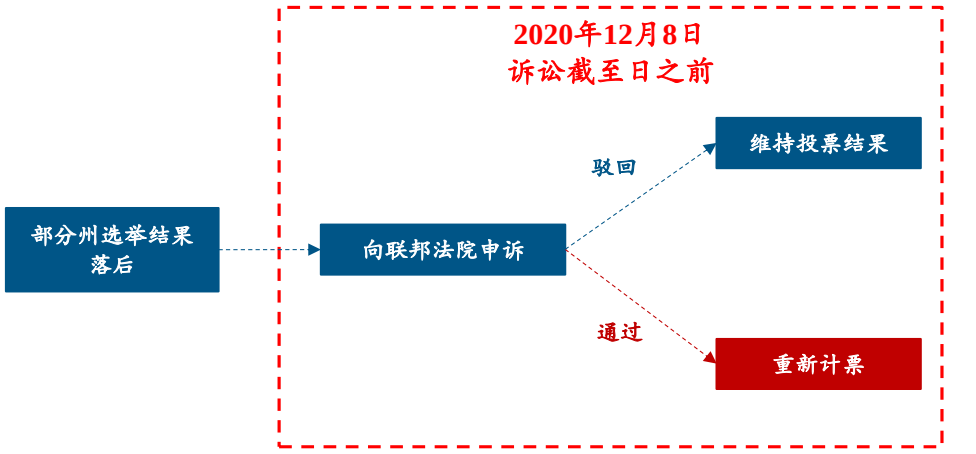
表6：2000 年以来，美国大选中邮寄选票数占总选票数的比例不断提升

总统大选年	邮寄选票数/总选票数
2016	37%
2012	32%
2008	31%
2004	22%
2000	16%

数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

大选投票后，若部分州结果不利，特朗普可在 12 月 8 日前，向联邦法院上诉、申请重新计票。回溯历史，2000 年美国大选中，因对佛罗里达州 4 个县的大选结果存疑，民主党总统竞选人戈尔向佛罗里达州法院上诉、申请重新计票。虽然在经历州法院、州最高法院以及美国最高法院的多轮“上诉、审查”后，戈尔的申请最终被驳回，但美国大选结果的公布时间因此延后了近 40 天。作为特朗普而言，若对部分州投票结果不满，也可向法院上诉、申请重新计票。考虑到美国最高法院中保守派（偏向支持共和党）大法官人数超过自由派，特朗普的申请被法院接受通过的概率较大。

图26：对部分州选举结果存疑时，特朗普可上诉、申请重新计票



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

若国会众议院选举中共和党获得较大优势，特朗普还可尝试在输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，通过各种借口拖延选举人确认，以将大选结果的决定权推向众议院。美国 12 月 14 日选举人团投票，必须是由各州议会程序确认的选举人投票完成，未完成确认的选举人将不被允许投票。这一规则下，若国会众议院选举中共和党获得较大优势，特朗普可尝试让部分州的选举人票失效，使无一竞选人的选举人票超过 270 张，以将大选结果的决定权推向众议院。当然，选举人票失效的州，必须是立法机构由共和党主导的州，且州内立法机构中的共和党人愿意配合特朗普。

图27：2020 年美国总统大选，选举人票在不同州的分布情况

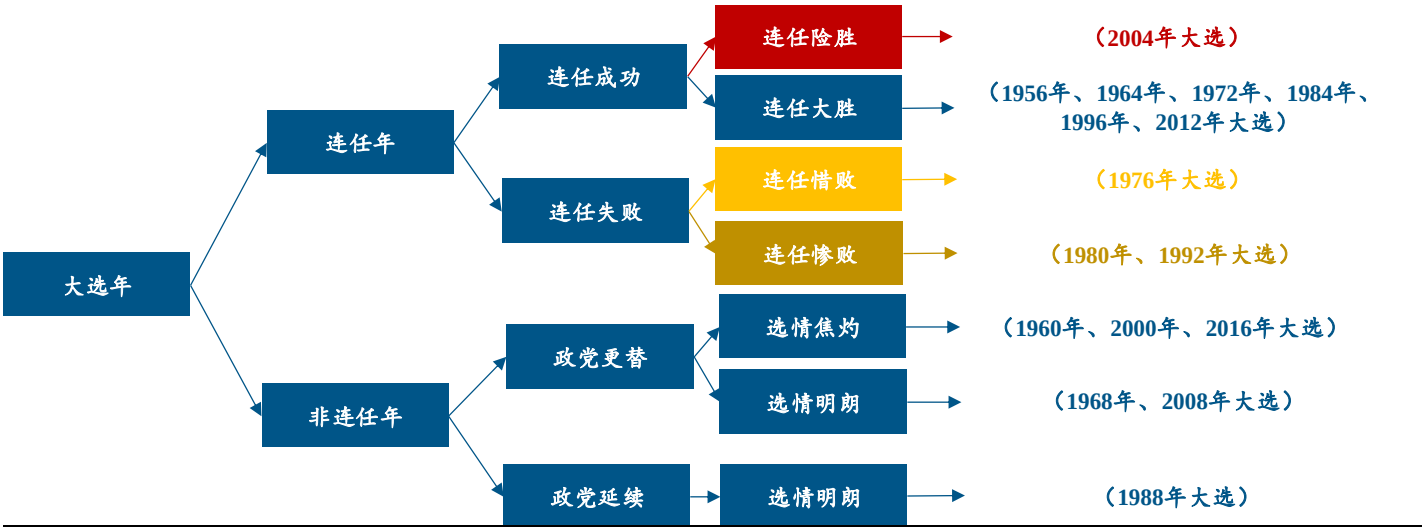


资料来源：Wikipedia

3.2、 以史为鉴，临近投票日大选走势越胶着，对资产价格的干扰或越大

1952 年以来，美国谋求连任的在任总统中，有 7 位连任成功、3 位连任失败。回溯美国 1952 年以来的 17 次总统大选，共有 11 次是在任总统谋求连任。其中，7 位在任总统连任成功，3 位总统连任失败。连任成功的总统中，2004 年的小布什为险胜，其他总统均为大胜。而连任失败的总统中，1980 年的卡特和 1992 年的老布什均为大败，1976 年的福特为惜败。

图28：1952 年以来，美国谋求连任的在任总统中，有 7 位连任成功、3 位连任失败



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

历史数据显示，美股在连任年的表现总体强于非连任年；连任年中，若临近投票日的选情胶着，美股在投票前的表现往往较差。回溯历史数据，美股在在任总统谋求连任的大选年的表现，一般要强于非连任年。连任年中，若在任总统选情大幅占优，如 1996 年、1984 年，美股在大选投票日前后的表现往往较为强势。与之对应的是，若连任年临近投票日的选情胶着，如 2004 年（小布什险胜）、1976 年（福特惜败），美股表现一般较差。

表7：美股在美国总统连任年的表现强于非连任年，若连任年临近投票日的选情胶着，美股表现往往较差

历年大选日	-9M	-6M	-3M	-1M	1M	3M	6M	9M	经济	连任情况
2016/11/8	14.7%	3.7%	-1.7%	-0.7%	5.0%	7.2%	12.1%	15.8%	复苏	-
2012/11/6	6.4%	5.2%	1.9%	-2.2%	-1.0%	4.7%	13.0%	19.7%	复苏	连任成功
2008/11/4	-24.5%	-28.0%	-22.0%	-8.5%	-16.0%	-17.9%	-12.7%	-1.8%	衰退	-
2004/11/2	**-1.1%**	**1.5%**	**2.9%**	**-0.1%**	**5.3%**	**4.5%**	**2.3%**	**9.2%**	**复苏**	**连任险胜**
2000/11/7	3.2%	1.7%	-2.8%	1.6%	-6.2%	-5.4%	-11.5%	-15.2%	衰退	-
1996/11/5	8.8%	10.6%	7.5%	1.8%	4.2%	10.2%	13.8%	32.6%	复苏	连任成功
1992/11/3	2.1%	1.0%	-0.5%	2.3%	2.4%	5.4%	4.8%	6.7%	复苏	连任失败
1988/11/8	6.8%	8.4%	5.1%	-1.1%	0.5%	7.6%	11.8%	25.0%	复苏	-
1984/11/6	9.0%	6.5%	5.4%	4.8%	-4.5%	5.8%	5.7%	12.4%	复苏	连任成功
1980/11/4	9.4%	21.6%	6.2%	-0.2%	5.8%	-1.7%	2.9%	1.5%	衰退	连任失败
1976/11/2	**3.7%**	**1.9%**	**-1.3%**	**-1.0%**	**-1.0%**	**-1.0%**	**-4.5%**	**-4.1%**	**复苏**	**连任惜败**
1972/11/7	8.5%	7.8%	2.8%	4.0%	4.1%	0.2%	-2.6%	-6.6%	复苏	连任成功
1968/11/5	14.7%	4.8%	6.0%	-0.6%	4.4%	-0.2%	0.9%	-9.3%	复苏	-
1964/11/3	10.4%	5.0%	3.8%	1.0%	-1.2%	2.8%	4.6%	0.1%	复苏	连任成功
1960/11/8	-0.6%	0.5%	-1.7%	2.0%	1.9%	12.1%	20.7%	23.4%	衰退	-
1956/11/6	9.1%	0.9%	-3.6%	2.5%	-1.7%	-6.4%	-2.6%	0.2%	复苏	连任成功
1952/11/4	1.5%	3.1%	-3.3%	0.4%	4.1%	7.8%	0.5%	0.6%	复苏	-
总计	**4.8%**	**3.3%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**	**2.1%**	**3.5%**	**6.5%**		
连任成功	**7.3%**	**5.4%**	**3.0%**	**1.7%**	**0.7%**	**3.1%**	**4.9%**	**9.6%**		
连任失败	**5.1%**	**8.2%**	**1.5%**	**0.4%**	**2.4%**	**0.9%**	**1.1%**	**1.4%**		
非连任年	**2.3%**	**-0.8%**	**-2.7%**	**-1.3%**	**-0.1%**	**2.2%**	**4.1%**	**7.1%**		
非连任年（剔除 1988 年）	**1.6%**	**-2.4%**	**-4.0%**	**-1.4%**	**-0.3%**	**1.3%**	**2.8%**	**4.1%**		

资料来源：Wind、NBER、开源证券研究所（1988 年，随着老布什当选总统，共和党总统连续 3 届大选获胜）

与美股相同，黄金在连任年的表现一般强于非连任年；但不同的是，临近投票日的选情越胶着，黄金在投票日前后的表现一般越强势。总结历史数据来看，与美股相同，黄金在在任总统谋求连任的大选年的表现，一般要强于非连任年。但不同的是，连任年中，若临近投票日的选情越胶着，如 2004 年（小布什险胜）、1976 年（福特惜败），黄金表现一般越强势。

长端美债收益率走势方面，虽然受美联储货币政策影响较大，但临近投票日的选情越胶着，在投票前往往趋于回落。回溯历史数据，由于受美联储货币政策影响较大，长端美债在连任年和非连任年的表现无一致规律。但与黄金表现相似的是，连任年中，若临近投票日的选情越胶着，如 2004 年（小布什险胜）、1976 年（福特惜败），长端美债的表现一般越强势（收益率回落）。

表8：美国总统连任年中，临近投票日的选情越胶着，黄金表现一般越强势

历年大选日	-9M	-6M	-3M	-1M	1M	3M	6M	9M	经济	连任情况
2016/11/8	3.4%	0.2%	-4.8%	1.9%	-8.7%	-4.3%	-4.2%	-1.9%	复苏	-
2012/11/6	-1.2%	5.8%	4.8%	-5.2%	0.2%	-1.5%	-13.1%	-22.6%	复苏	连任成功
2008/11/4	-19.1%	-15.5%	-15.7%	-10.5%	4.3%	23.9%	19.3%	26.7%	衰退	-
2004/11/2	**4.9%**	**9.5%**	**8.4%**	**1.5%**	**7.1%**	**-0.5%**	**2.7%**	**1.1%**	**复苏**	**连任险胜**
2000/11/7	-14.8%	-4.1%	-2.4%	-1.7%	3.2%	0.0%	0.4%	0.9%	衰退	-
1996/11/5	-7.0%	-3.4%	-2.2%	-0.4%	-2.7%	-9.2%	-10.5%	-14.6%	复苏	连任成功
1992/11/3	-4.9%	0.8%	-3.5%	-2.7%	-1.0%	-2.6%	4.6%	18.7%	复苏	连任失败
1988/11/8	-5.7%	-7.2%	-2.1%	3.6%	1.2%	-7.3%	-10.2%	-11.4%	复苏	-
1984/11/6	-8.4%	-6.9%	0.5%	0.7%	-4.4%	-13.0%	-9.6%	-7.4%	复苏	连任成功
1980/11/4	-6.6%	25.3%	2.9%	-2.2%	-2.2%	-23.6%	-24.5%	-37.2%	衰退	连任失败
1976/11/2	**-6.2%**	**-3.5%**	**8.0%**	**5.6%**	**6.8%**	**8.0%**	**20.2%**	**17.6%**	**复苏**	**连任惜败**
1972/11/7	32.4%	20.5%	-2.0%	-2.5%	-1.2%	5.8%	41.4%	81.6%	复苏	连任成功
1968/11/5	12.0%	-0.7%	1.9%	1.0%	2.3%	7.6%	10.6%	5.1%	复苏	-
总计（剔除 1972 年）	**-4.5%**	**0.0%**	**-0.4%**	**-0.7%**	**0.5%**	**-1.9%**	**-1.2%**	**-2.1%**		
连任成功（剔除 1972 年）	**-2.9%**	**1.2%**	**2.8%**	**-0.9%**	**0.0%**	**-6.0%**	**-7.6%**	**-10.8%**		
连任失败	**-5.9%**	**7.5%**	**2.5%**	**0.2%**	**1.2%**	**-6.1%**	**0.1%**	**-0.3%**		
非连任年	**-4.8%**	**-5.4%**	**-4.6%**	**-1.1%**	**0.5%**	**4.0%**	**3.2%**	**3.9%**		
非连任年（剔除 1988 年）	**-4.6%**	**-5.0%**	**-5.3%**	**-2.3%**	**0.3%**	**6.8%**	**6.5%**	**7.7%**		

资料来源：Wind、NBER、开源证券研究所（1972 年前后，黄金表现受到布雷顿森林体系解体的极大影响）

表9：美国总统连任年中，临近投票日的选情越胶着，长端美债收益率在投票前往往趋于回落

历年大选日	-9M	-6M	-3M	-1M	1M	3M	6M	9M	加息或降息周期	连任情况
2016/11/8	14	13	38	15	52	54	48	39	加息	-
2012/11/6	-18	-11	10	3	-19	22	0	85		连任成功
2008/11/4	17	2	-25	18	-126	-105	-60	-29	降息	-
2004/11/2	**-2**	**-53**	**-35**	**-11**	**30**	**4**	**11**	**18**	**加息**	**连任险胜**
2000/11/7	-76	-56	6	5	-55	-69	-66	-67	加息	-
1996/11/5	62	-56	-27	-20	-6	19	40	-8	加息	连任成功
1992/11/3	-33	-62	23	61	4	-49	-82	-104	降息	连任失败
1988/11/8	63	-13	-39	21	11	10	8	-91	加息	-
1984/11/6	98	-165	-106	-79	1	-25	-39	-94	降息	连任成功
1980/11/4	66	228	166	106	45	40	159	221	加息	连任失败
1976/11/2	**-50**	**-40**	**-43**	**-11**	**-46**	**2**	**7**	**4**	**加息**	**连任惜败**
总计	**18**	**-16**	**0**	**7**	**-5**	**0**	**10**	**15**		
连任成功	**20**	**-35**	**-16**	**-7**	**-11**	**1**	**6**	**8**		
连任失败	**-6**	**42**	**49**	**52**	**1**	**-2**	**28**	**40**		
非连任年	**10**	**-11**	**-8**	**11**	**-16**	**4**	**13**	**5**		
非连任年（剔除 1988 年）	**-4**	**-10**	**-1**	**8**	**-23**	**3**	**14**	**29**		

资料来源：Wind、NBER、开源证券研究所（1988 年，随着老布什当选总统，共和党总统连续 3 届大选获胜）

4、研究结论

1）美国大选初选结果已定，特朗普、拜登分别锁定共和党、民主党总统竞选人提名。接下来，美国将在 9 月至 10 月举行 3 场总统辩论；11 月 3 日，举行大选终选投票，12 月 14 日举行选举人团投票，2021 年 1 月举行新任总统就职仪式。

2）美国大选采取“选举人团”制度，选民首先通过普选选出选举人团，后者随后投票确定新任总统。选举人团共 538 张票，获得 270 张票即胜选。若因部分票失效等导致无一竞选人获得 270 张票，则将由众议院选出总统。

3）美国摇摆州主要由传统制造业州和农业州等组成。历届大选投票结果显示，两党总统竞选人只要获得摇摆州的大多数选举人票，最终都赢得了大选。2016 年大选中，特朗普获胜关键也是赢得了 4 个选情最为胶着的摇摆州的胜利。

4）4 月以来，伴随疫情持续扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大幅下滑，与拜登差距越拉越大。州层面来看，特朗普在传统红州依然具有明显优势，但在摇摆州，尤其是佛罗里达、宾夕法尼亚等关键摇摆州中，选情大幅落后。

5）目前舆情显示，拜登胜选的概率相对较大。但特朗普若能在大选前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。同时，大选投票后，特朗普可在部分选情胶着的州申请重新计票。在输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，特朗普还可尝试拖延选举人确认，将大选结果决定权推向众议院。

6）1952 年以来，美国已举办 17 次总统大选，有 11 次是在任总统谋求连任。回溯历次总统大选前后的市场表现，在在任总统谋求连任的大选年中，若临近投票日的选情胶着，美股在投票前的表现一般较差。与美股表现相反的是，选情越胶着，黄金在投票日前后的表现一般越强势，长端美债收益率在投票前往往趋于回落。

5、风险提示

选情持续落后下，特朗普在大选投票前对外推行极端政策。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn