2020 年 08 月 02 日

宏观研究团队

特朗普能干预美国大选进程吗？

——宏观经济专题

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

● **特朗普无权推迟大选，但可通过多种方式影响大选进程、拖后结果公布时间等**

展望美国 2020 年大选，将有大选投票日、选举诉讼截止日、选举人团投票日，及新旧总统交接日等重要时点。正常情况下，美国将在 11 月 3 日举行大选。若对部分州选举结果存疑，竞选人可在 12 月 8 日前上诉、申请重新计票。12 月 14 日，选举人团将投票、正式确定总统；2021 年 1 月 20 日，前任总统结束任期。

根据美国宪法规定，特朗普无权推迟大选，且必须在新旧总统交接日正式卸任。选情持续低迷下，特朗普在 7 月 30 日公开呼吁推迟大选。但根据宪法规定，调整大选流程必须经国会修改选举法完成，总统无这一权力。同时，美国宪法第 20 修正案指出，无论是否选出新任总统，前任总统必须在 2021 年 1 月 20 日卸任。

虽然无权推迟大选，但若选情持续落后，特朗普可借助党派力量让部分州采取更有利于他的投票方式等。美国大选投票中，各州的投票方式、投票站点设置等，均由州政府决定。为了增加连任筹码，特朗普可以借助党派力量让部分州采取他偏好的投票方式，并通过控制投票站点设置等、加大支持拜登的选民的投票难度。

若部分州选举结果不利，特朗普向法院上诉、申请重新计票，拖后结果公布时间。回顾 2000 年美国大选，因对佛罗里达州大选结果存疑，民主党竞选人戈尔向多级法院上诉、申请重新计票。虽然戈尔的申请最终被驳回，但大选结果公布时间因此延后近 40 天。特朗普若对部分州选举结果不满，也可上诉、申请重新计票。

特朗普可以在输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，通过各种借口拖延选举人票的确认，使这些州选举结果失效。美国 11 月 3 日选出的选举人票，需各州立法机构程序确认。同时，12 月 14 日选举人团投票，必须由各州已确认的选举人投票完成。这一规则下，特朗普若输掉部分关键州选举，且这些州立法机构由共和党主导，则可以通过各种借口拖延这些州的选举人确认，使选举人票失效。

若无一总统竞选人获得多数选举人票，将由美国国会众议院代表各州选出总统。部分州的选举人票失效（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。若出现这一情景，根据美国宪法规定，将由众议院选出总统。其中，众议院将赋予美国各州一张“选票”，经各州的国会众议员投票后，得票数过半（26 票）的竞选人将当选总统。

极端情形下，若特朗普制造了巨大危机等、导致国会推迟大选，美国新一届总统可能无法在 2021 年 1 月 20 日之前就任，届时将由参议院的临时议长担任临时总统。极端情形下，特朗普可通过发动战争等制造巨大危机，迫使国会推迟大选投票。受此影响，新一届美国总统及国会均可能无法在特朗普卸任前就位。根据《总统继任法》规定，由于众议院缺位，参议院的临时议长将担任临时总统。

● **风险提示：**美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

相关研究报告

《投资策略专题-周期轮动：花相似，人不同》-2020.7.31

《投资策略专题-开源金股，8 月推荐》-2020.7.30

《投资策略专题-“北上”暗涌：谁主沉浮——重构的博弈之一》-2020.7.28

目 录

1、 特朗普能干预美国大选进程吗？ 4
2、 大类资产回溯：主要股市涨跌分化，美元下跌，黄金上涨 10
3、 重点关注：美国 7 月非农就业数据 12
4、 数据跟踪：美国 2 季度 GDP 创 1940 年代以来最大降幅 12
4.1、 美国数据 12
4.1.1、 7 月密歇根大学消费者信心指数如期回落，2 季度 GDP 年化季环比大幅下滑 12
4.1.2、 当周 EIA 原油库存意外大减，初请失业金人数差于预期 13
4.2、 欧洲数据 13
4.2.1、 欧元区 7 月 CPI 同比继续回升、德国 7 月 CPI 同比意外下降 13
4.2.2、 欧元区 6 月失业率继续上涨、7 月消费者信心指数符合预期 13
5、 风险提示 14

图表目录

图 1： 疫情反弹及经济修复放缓下，特朗普支持率大跌 4
图 2： 越来越多的民众认为特朗普将输掉大选 4
图 3： 美国 2020 年总统大选时间表 4
图 4： 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 5
图 5： 对部分州选举结果存疑时，特朗普可上诉、申请重新计票 6
图 6： 2020 年美国总统大选，选举人票分布 7
图 7： 历史上，美国曾出现竞选人获得选举人票不足一半 7
图 8： 竞选人获选举人票不足一半时，众议院决定大选 7
图 9： 2000 年大选投票结束后，因结果迟迟未公布，美国资本市场波动率明显抬升 8
图 10： 2000 年大选投票结束后，因结果迟迟未公布，美国资本市场波动率明显抬升 9
图 11： 美元指数下跌，欧元、英镑兑美元上涨 10
图 12： 7 月以来，美元指数持续下跌 10
图 13： 全球主要国家 10Y 国债收益率表现分化 10
图 14： 10Y 美债、德债收益率震荡下行 10
图 15： 全球主要股指涨跌分化 11
图 16： 纳斯达克指数、恒生指数涨跌分化 11
图 17： WTI、Brent 原油价格双双下跌 11
图 18： COMEX 黄金价格涨破 1970 美元/盎司 11
图 19： 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数回落 12
图 20： 美国 2 季度 GDP 增速大幅下滑 12
图 21： 美国 EIA 原油库存意外大减 13
图 22： 美国当周初请失业金人数差于预期 13
图 23： 欧元区 7 月 CPI 继续回升 13
图 24： 德国 7 月 CPI 大幅下降 13
图 25： 欧元区 6 月失业率继续反弹 14
图 26： 欧元区 7 月消费者信心指数小幅下滑 14

表 1： 特朗普呼吁推迟大选投票后，美国两党议员纷纷表示反对 5

表 2： 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 6
表 3： 6 月以来，特朗普政府频频对外挑起摩擦 8
表 4： 海外重点数据发布日期情况 12

1、 特朗普能干预美国大选进程吗？

事件：7 月 30 日，美国总统特朗普在社交平台发文，呼吁推迟 2020 年美国总统大选，以确保大选准确、公平。

数据来源：Twitter

点评：

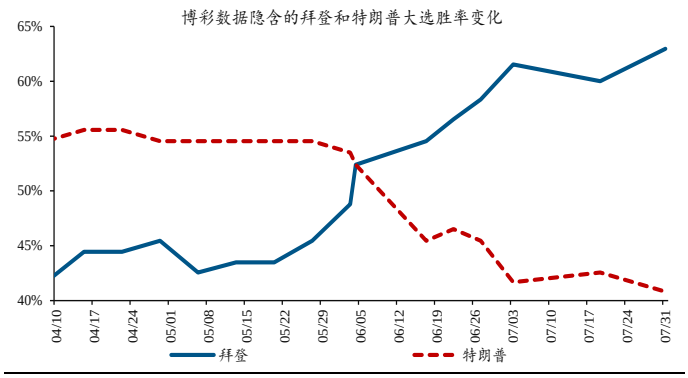
随着支持率持续、大幅回落，特朗普开始公开呼吁推迟美国 2020 年总统大选投票。4 月以来，受美国疫情持续扩散以及非裔男子死亡事件激化种族矛盾等影响，特朗普支持率持续、大幅回落。民调数据显示，美国民众对特朗普工作的认可度由前期的高点 46%大幅下滑至 40%左右的低位。美国著名博彩网站 Oddsshark 开出的总统大选赔率隐含的胜选概率数据显示，特朗普的获胜概率自 6 月起降至拜登以下，并持续下降。连任前景越发堪忧下，特朗普在 7 月 30 日公开呼吁推迟美国 2020 年总统大选投票。

图1：疫情反弹及经济修复放缓下，特朗普支持率大跌



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

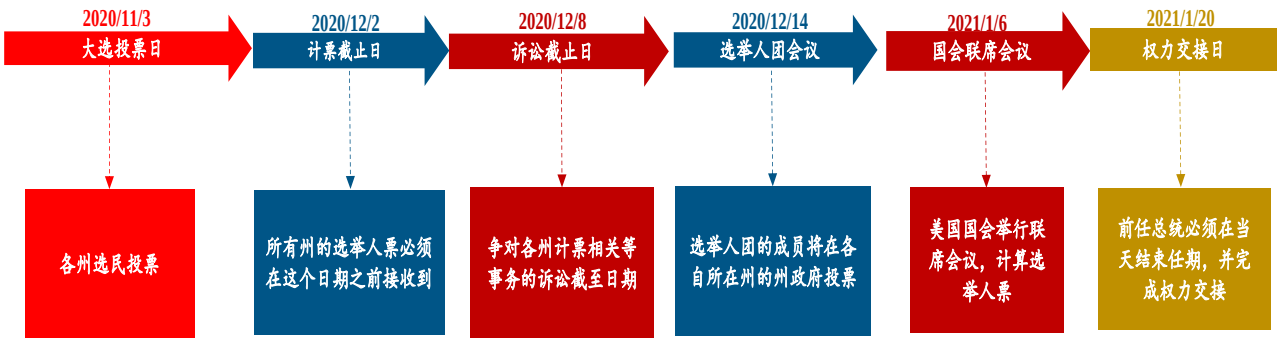
图2：越来越多的民众认为特朗普将输掉大选



数据来源：Oddsshark、开源证券研究所

展望美国大选时间表，将有大选投票日、选举诉讼截止日、选举人团投票日，以及新旧总统交接日等多个重要时点。正常情况下，美国 2020 年总统大选将于 11 月 3 日举行投票。在完成投票后，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。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，正式确认总统人选。2021 年 1 月 20 日，前任总统将结束任期并完成权力交接。

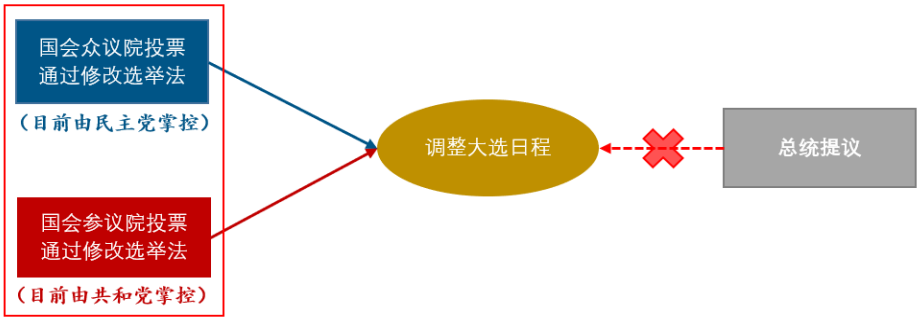
图3：美国 2020 年总统大选时间表



数据来源：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投票日，并且必须在新旧总统交接日正式卸任。虽然特朗普呼吁推迟大选投票，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。特朗普发表推迟大选的言论后，美国国会两党议员纷纷对此表示反对。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4：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

表1：特朗普呼吁推迟大选投票后，美国两党议员纷纷表示反对

国会议员党派	议员	对特朗普推迟大选言论的看法
共和党	参议院领袖 麦康奈尔	美国总统大选从未有过推迟，在这个国家的历史上，从未因战争、萧条和内战让我们未能按时举行联邦选举。我们会找到方法让选举按时进行。
	众议院少数党领袖 麦卡锡	历史上，我们从没有过推迟选举，应坚持按计划选举。
	众议员约翰逊	更改选举日期将严重损害选举的合法性。
	众议员金辛格	选举日期应由国会决定，反对任何推迟大选的尝试。
民主党	众议院议长 佩洛西	唯有国会有权以投票改变选举日期。

资料来源：CNN、开源证券研究所

虽然没有调整选举日的权力，但若选情持续落后，特朗普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。

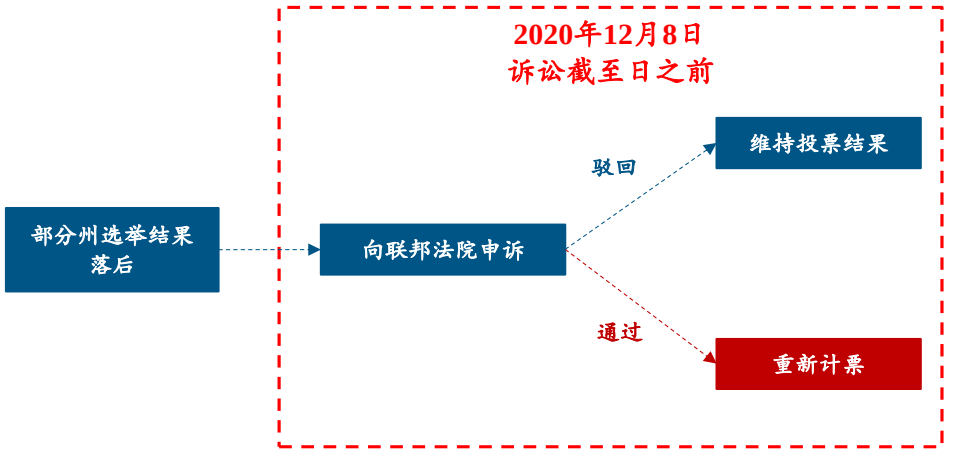
表2：2000 年以来，美国大选中邮寄选票数占总选票数的比例不断提升

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

资料来源：CNN、开源证券研究所

若部分州大选投票结果不利，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5：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：开源证券研究所

特朗普可以在输掉选举、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，使这些州的选举结果“失效”。美国 11 月 3 日大选选出的选举人（票），需要各州立法机构程序确认。同时，美国 12 月 14 日选举人团投票，是由各州已确认的选举人投票完成，未完成程序确认的选举人将不被允许投票。这一规则下，若特朗普在 11 月 3 日输掉部分州、尤其是关键摇摆州的选举，且这些州的立法机构由共和党主导，那么特朗普可以通过各种借口（如普选票遗失或存在舞弊等）拖延这些州的选举人确认，使这些州的选举人票“失效”。

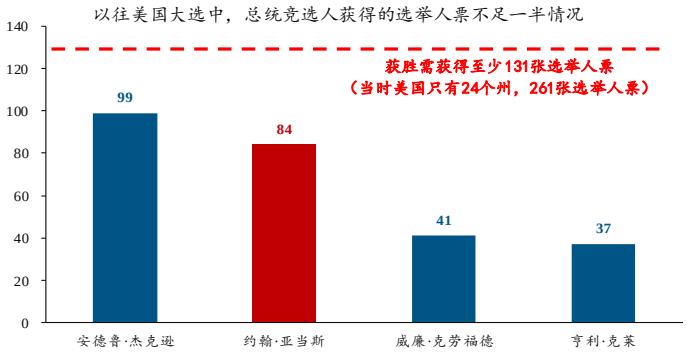
图6：2020 年美国总统大选，选举人票分布



资料来源：Wikipedia

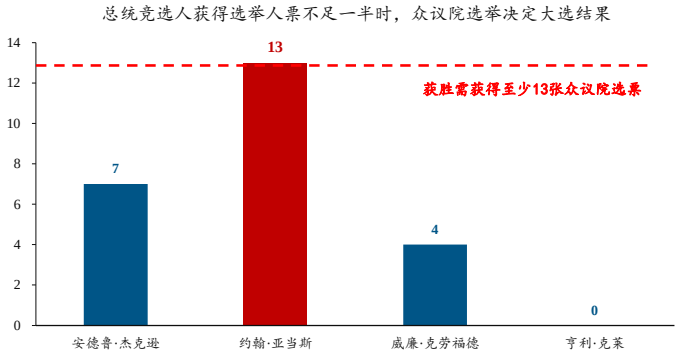
若无一总统竞选人获得多数选举人票，将由美国国会众议院代表各州选出总统。美国大选中，部分州的选举人票“失效”（未及时确认），或选举人“跑票”（未按约定支持党内竞选人），都可能导致没有总统竞选人获得超过一半的选举人票。这一背景下，根据美国宪法规定，将由美国国会众议院选出总统。具体来看，众议院将赋予美国各州一张“选票”(50 个州共 50 张选票)，得票数过半（26 票）的竞选人将当选新任总统。其中，各州的“选票”归属，将由各州的国会众议员投票决出。

图7：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

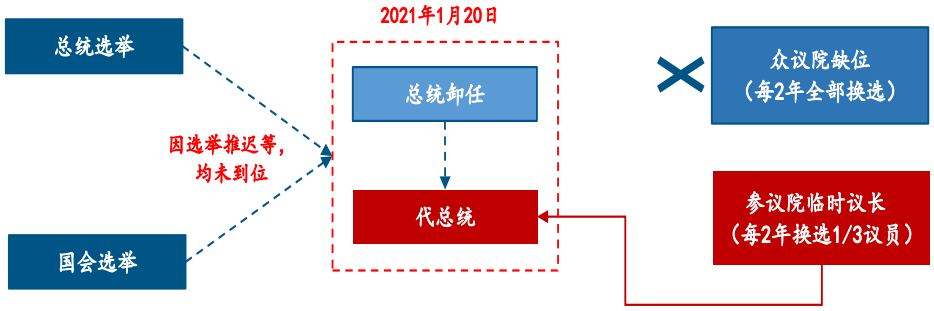
图8：竞选人获选举人票不足一半时，众议院决定大选



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

极端情形下，若特朗普通过制造巨大危机等迫使国会推迟大选，美国新一届总统可能无法在 2021 年 1 月 20 日之前就位，届时将由参议院的临时议长担任临时总统。极端情形下，特朗普可以通过发动战争等制造巨大危机，推动美国国会推迟大选投票。这一背景下，新一届美国总统及国会（国会也在大选日换选投票）均可能无法在特朗普卸任前（2021 年 1 月 20 日）就位。根据《总统继任法》的规定，由于国会众议院缺位，参议院的临时议长将担任临时总统。从美国参议院的两党议员分布情况来看，资深民主党参议员帕特里克·莱希很可能成为这一人选。

图9：2000 年大选投票结束后，因结果迟迟未公布，美国资本市场波动率明显抬升



资料来源：开源证券研究所

特朗普在选情落后、可能拖延选举流程的同时，为了增加曝光度、吸引更多选民支持，易更加频繁地对外挑起摩擦。历史经验显示，通过对外挑起摩擦等转移国内矛盾，是美国谋求连任的总统在选情落后时常用的竞选方法。6 月以来，以特朗普为首的美国政府已经开始对欧盟、伊朗等多个经济体挑起摩擦。随着大选日益临近，特朗普为了激发选民的民族情绪、吸引更多支持，可能更加频繁地对外挑起摩擦。**（详细分析，请参考报告《历史上选情不利时，美国在任总统做过什么？》）**

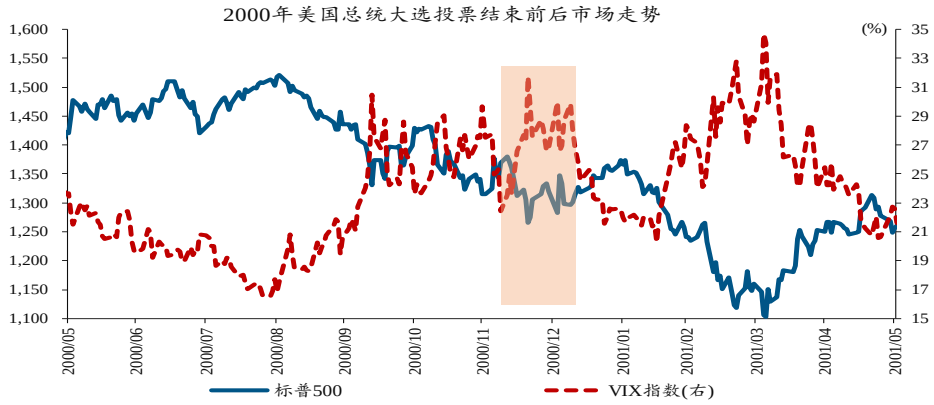
表3：6 月以来，特朗普政府频频对外挑起摩擦

	时间	美国对外挑起的摩擦
欧盟	7 月 10 日	美国贸易代表办公室再次宣布，将自 2021 年 1 月 6 号起，对法国 13 亿美元产品加征 25%的关税。
	6 月 23 日	美国贸易代表办公室威胁要对价值 31 亿美元的商品征收关税，包括英国的啤酒、威士忌和饼干，西班牙的橄榄、法国的蛋糕和德国的卡车也都面临被征收高达 100%关税的风险。
	6 月 18 日	美国财长努钦已致函法国、英国、意大利、西班牙四国财长，宣布美国将暂停在经济合作与发展组织框架下的“数字税”相关谈判。
	6 月 2 日	美国贸易代表办公室宣布，美方开始对欧盟、英国等 10 个贸易伙伴已执行或正在考虑的数字服务税发起“301 调查”。
伊朗	7 月 24 日	美国中央司令部新闻处承认美空军 F-15 战斗机按照国际规范在 1 公里外对伊朗客机进行了伴飞。
	7 月 15 日	美国国务卿蓬佩奥表示美国将继续对伊朗极限施压。
	7 月 8 日	美国国务卿蓬佩奥表示联合国必须延长对伊朗的武器禁运令，以避免该地区的进一步冲突。
	6 月 25 日	美国对伊朗的新一轮制裁目标为 8 家公司，包括钢铁和其他的金属公司。

资料来源：CNN、US Gov、彭博社、开源证券研究所

若美国大选流程被拖延、总统人选迟迟未能公布，叠加特朗普频繁对外挑起摩擦，资本市场遭受的扰动或不容忽视。还是以 2000 年美国总统大选为例，受民主党总统竞选人戈尔申请重新计票等影响，美国大选结果推迟了一个多月才得以公布。期间，由于大选结果迟迟未能公布，美股持续调整、黄金大幅上涨，资本市场的波动率明显抬升。

图10：2000 年大选投票结束后，因结果迟迟未公布，美国资本市场波动率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

1）正常情况下，美国将在 11 月 3 日举行大选。若对部分州选举结果存疑，竞选人可在 12 月 8 日前上诉、申请重新计票。12 月 14 日，选举人团将投票、正式确定总统；2021 年 1 月 20 日，前任总统结束任期。

2）随着选情持续低迷，特朗普在 7 月 30 日公开呼吁推迟大选。但根据宪法规定，调整大选流程必须经国会修改选举法完成，总统无这一权力。同时，美国宪法第 20 修正案指出，无论是否选出新任总统，前任总统必须在 2021 年 1 月 20 日卸任。

3）美国大选投票中，各州的投票方式、投票站点设置等，均由州政府决定。为了增加连任筹码，特朗普可以借助党派力量让部分州采取他偏好的投票方式，并通过控制投票站点设置等、加大支持拜登的选民的投票难度。

4）回顾 2000 年美国大选，因对佛罗里达州大选结果存疑，民主党竞选人戈尔向多级法院上诉、申请重新计票。虽然戈尔的申请最终被驳回，但大选结果公布时间因此延后近 40 天。若对部分州选举结果不满，特朗普也可上诉、申请重新计票。

5）美国 11 月 3 日选出的选举人票，需各州立法机构程序确认。同时，12 月 14 日选举人团投票，必须由各州已确认的选举人投票完成。这一规则意味着，特朗普若输掉部分关键州选举，且这些州立法机构由共和党主导，则可以通过各种借口拖延这些州的选举人确认，使选举人票失效。

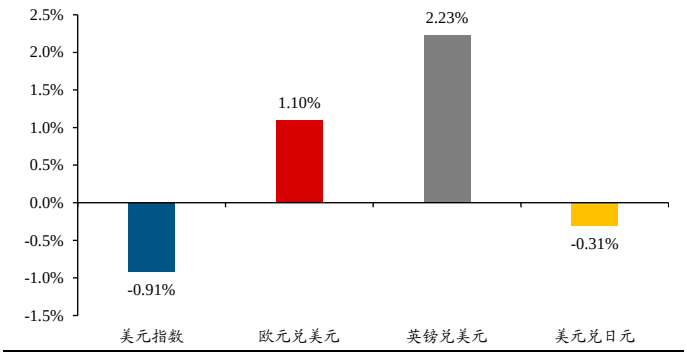
6）部分州的选举人票失效（未及时确认），或选举人“跑票”（未按约定支持党内竞选人），都可能导致没有总统竞选人获得超过一半的选举人票。若出现这一情景，根据美国宪法规定，将由众议院选出总统。其中，众议院将赋予美国各州一张“选票”，经各州的国会众议员投票后，得票数过半（26 票）的竞选人将当选总统。

7）极端情形下，特朗普可通过发动战争等制造巨大危机，迫使国会推迟大选投票。受此影响，新一届美国总统及国会均可能无法在特朗普卸任前（2021 年 1 月 20 日）就位。根据《总统继任法》规定，由于众议院缺位，参议院（依然有 2/3 议员）临时议长将担任临时总统。

2、 大类资产回溯：主要股市涨跌分化，美元下跌，黄金上涨

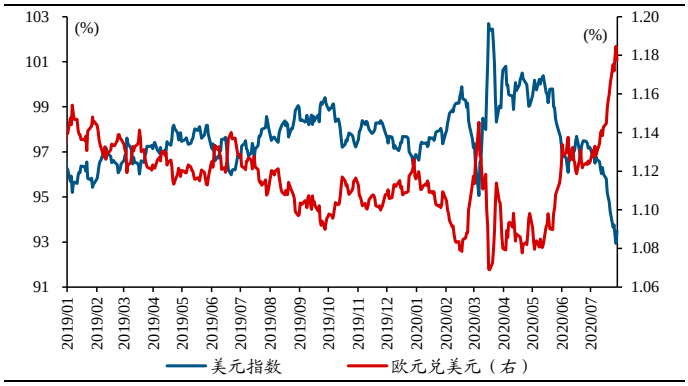
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），美元下跌，欧元、英镑上涨。受美国 GDP 降幅创新高及美联储延续鸽派立场等因素影响，美元指数下跌 0.91%至 93.48。其他货币方面，欧元兑美元、英镑兑美元分别上涨 1.1%、2.23%至 1.18、1.31；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.31%至 105.81。

图11：美元指数下跌，欧元、英镑兑美元上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

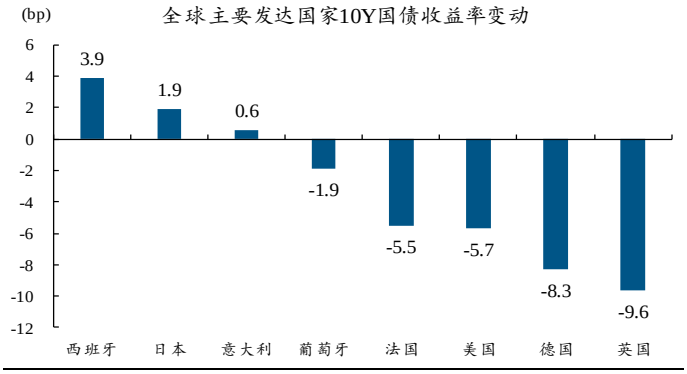
图12：7 月以来，美元指数持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

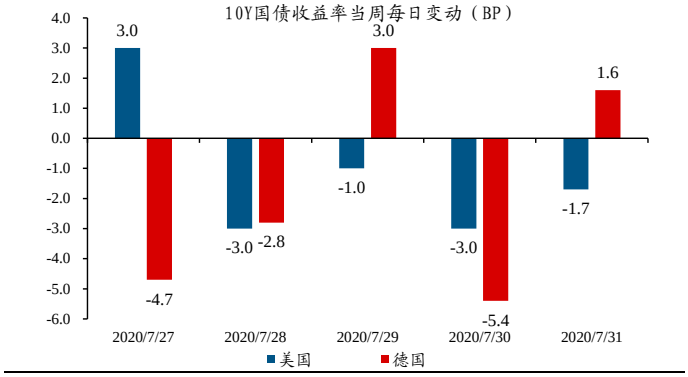
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），长端国债收益率表现分化。受美国 GDP 降幅创新高及美联储延续鸽派立场等因素的影响，10Y 美债收益率下行 5.7bp 至 0.53%。其他债市，10Y 英、德、法债收益率下行 9.6bp、8.3bp、5.5bp 至 0.11%、-0.53%、-0.2%。

图13：全球主要国家 10Y 国债收益率表现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

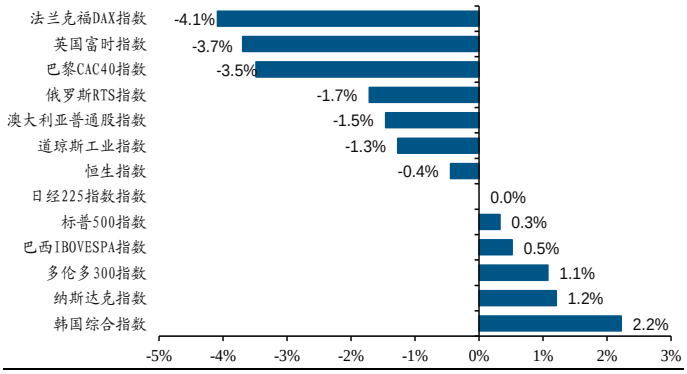
图14：10Y 美债、德债收益率震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（7 月 27 日-7 月 31 日），全球主要股指涨跌分化。美股方面，受美国科技公司业绩大超预期等影响，纳斯达克、标普 500 分别上涨 1.2%、0.3%，道琼斯工业指数下跌 1.3%。亚洲股指方面，恒生指数下跌 0.4%，韩国综指上涨 2.2%。欧洲股指方面，德国 DAX、巴黎 CAC40 分别下跌 4.1%、3.5%。

图15：全球主要股指涨跌分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

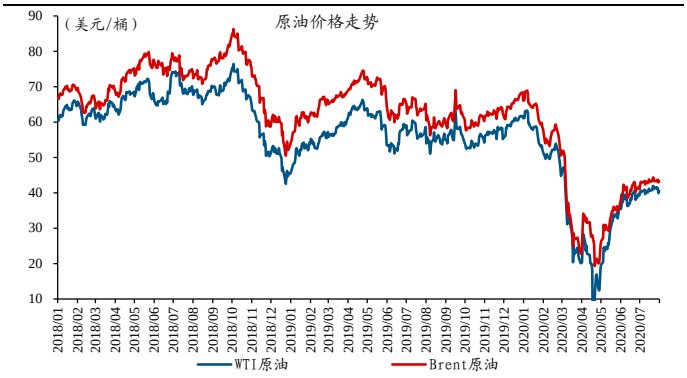
图16：纳斯达克指数、恒生指数涨跌分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

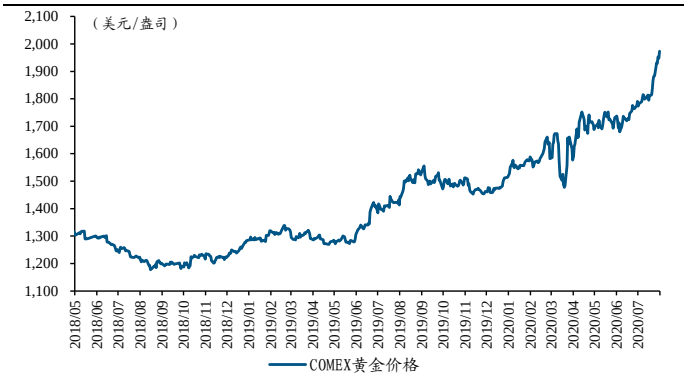
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），原油下跌，黄金涨破 1970 美元/盎司。原油方面，WTI、Brent 原油下跌 2.47%、0.09%至 40.27 美元/桶、43.3 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 4.74%至 1973.3 美元/盎司。

图17：WTI、Brent 原油价格双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：COMEX 黄金价格涨破 1970 美元/盎司



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 7 月非农就业数据

表4：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	8/3	ISM 制造业 PMI	7 月	53.6%	52.6%
	8/4	工厂订单月率	6 月	5%	8%
	8/5	贸易帐(亿美元)	6 月	-503	-546
		ISM 非制造业 PMI	7 月	55%	57.1%
	8/7	失业率	7 月	10.5%	11.1%
		季调后非农就业人口(万人)	7 月	163.5	480
		私人非农就业人数(万人)	7 月	220.3	476.7
欧元区	8/5	零售销售月率	6 月	8.4%	17.8%
		零售销售年率	6 月	0.4%	-5.1%
英国	8/3	制造业 PMI	7 月	53.6%	53.6%
	8/6	至 8 月 6 日央行利率决定	7 月	0.1%	0.1%
日本	8/3	第一季度实际 GDP 年化季率修正值	7 月	-2.8%	-2.2%

资料来源：Wind、开源证券研究所

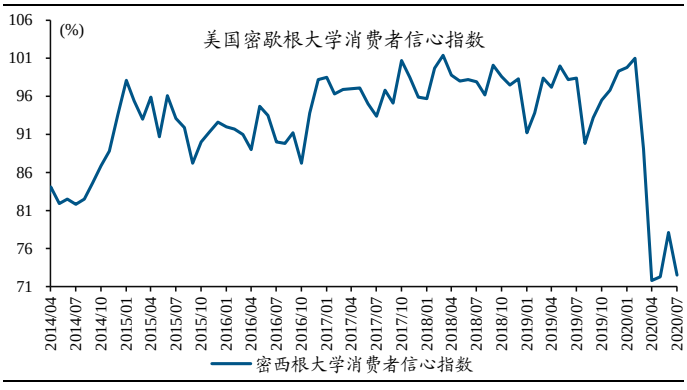
4、 数据跟踪：美国 2 季度 GDP 创 1940 年代以来最大降幅

4.1、 美国数据

4.1.1、 7 月密歇根大学消费者信心指数如期回落，2 季度 GDP 年化季环比大幅下滑

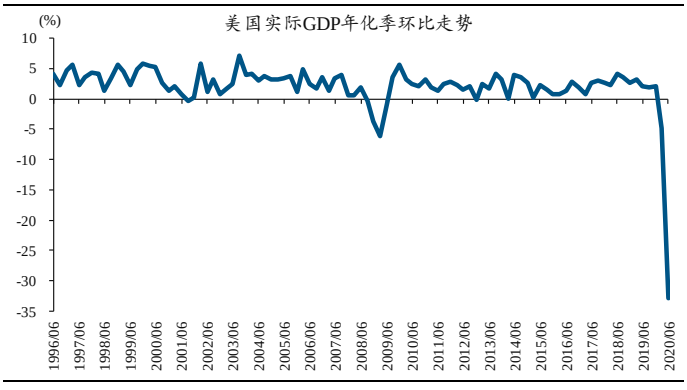
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），美国公布 7 月密歇根大学消费者信心指数、2 季度实际 GDP 数据。其中，美国 7 月密歇根大学消费者信心指数为 72.5%，符合预期，低于前值 73.2%。美国 2 季度实际 GDP 年化季环比为-32.9%，高于预期-34.5%，低于前值-4.8%，创 1940 年代以来最大降幅。

图19：美国 7 月密歇根大学消费者信心指数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：美国 2 季度 GDP 增速大幅下滑

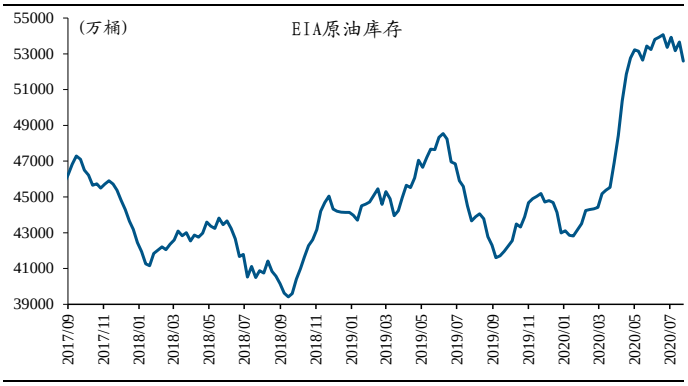


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 当周 EIA 原油库存意外大减，初请失业金人数差于预期

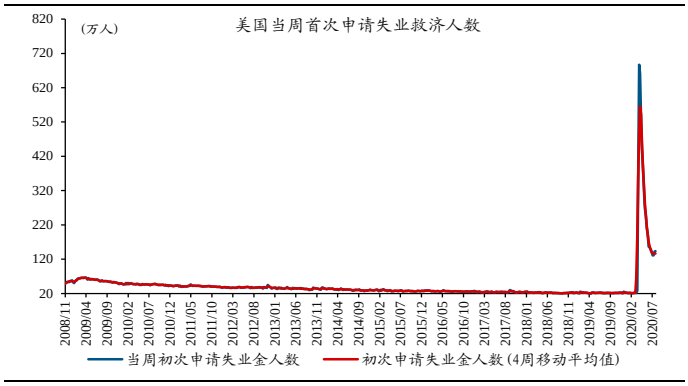
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），美国公布了 7 月 24 日当周 EIA 原油库存、7 月 25 日当周初请失业金人数数据。其中，美国 7 月 24 日当周 EIA 原油库存减少 1061.2 万桶，预期增加 35.7 万桶；7 月 25 日当周初请失业金人数为 143.4 万人，差于预期 145 万人。

图21：美国 EIA 原油库存意外大减



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美国当周初请失业金人数差于预期



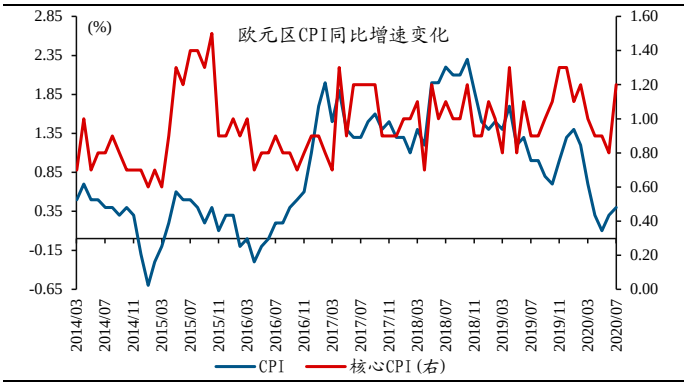
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 7 月 CPI 同比继续回升、德国 7 月 CPI 同比意外下降

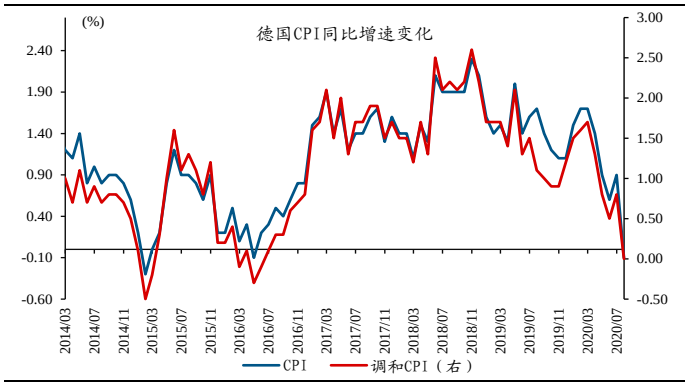
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），欧元区、德国分别公布了 7 月 CPI 数据。欧元区方面，7 月 CPI 同比增长 0.4%，高于预期 0.2%、前值 0.1%；德国方面，7 月 CPI 同比下降 0.1%，预期为增长 0.2%，前值为增长 0.9%。

图23：欧元区 7 月 CPI 继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：德国 7 月 CPI 大幅下降

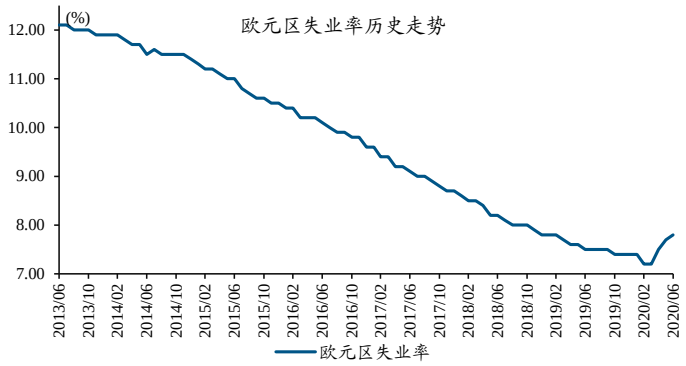


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、 欧元区 6 月失业率继续上涨、7 月消费者信心指数符合预期

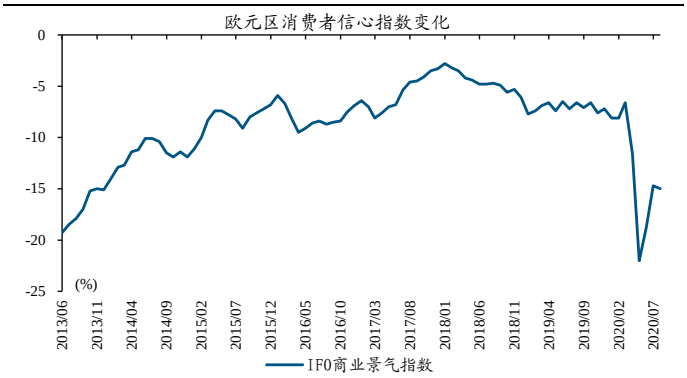
当周（7 月 27 日-7 月 31 日），欧元区公布了 6 月失业率以及 7 月消费者信心指数数据。其中 6 月失业率为 7.8%，高于预期 7.7%、前值 7.7%；7 月消费者信心指数为-15%，符合预期，低于前值-14.7%。

图25：欧元区 6 月失业率继续反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：欧元区 7 月消费者信心指数小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施

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