2020 年 07 月 13 日

宏观研究团队

2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”

——宏观经济点评

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

● **与美国以往大选年相比，2020 年有着太多不同，各个方面更加混乱、无序**

4 月以来，特朗普支持率出现大幅下滑，下滑幅度在美国以往大选年都较为罕见。4 月初至今，特朗普支持率由 47.4%大幅下滑至 41.5%。美国在任总统支持率在大选年出现近 6%的下滑幅度，在历史上都较为罕见。回溯美国 1945 年以来共 12 位总统的民调数据变化，仅卡特、老布什支持率在大选年出现大幅下滑，并双双连任失败。

美国以往大选年，从未发生过如新冠疫情般严重的公共危机事件，也未出现如此严重的经济衰退。美国大选年曾出现过暴乱、流感疫情等，但严重程度远不及新冠疫情。以死亡数据为例，新冠疫情已造成近 14 万人死亡，为历史最高。疫情也导致美国 4 月失业率升至 14.7%、2 季度经济增速跌至-10%以下，为历史之最。

美国少数族裔群体对在任总统的反感度达到如此高的水平，以往大选年从未出现过。美国少数族裔普遍为民主党的支持者，对共和党的支持率往往不高。但最新民调数据显示，随着种族矛盾持续加剧，美国非裔、拉丁裔群体对特朗普的支持率已分别下滑至 7%、25%，双双刷新了对共和党总统竞选人支持率的新低。

疫情下，2020 年大选流程推进节奏受极大干扰；截至 7 月，还未完成初选及召开党代会。大选年中，两党一般在 2 月至 6 月举行党内初选，6 月或 7 月召开党代会。但受疫情影响，美国多个州推迟 2020 年大选初选。同时，民主党已将党代会举行时间从 7 月推后至 8 月，共和党也表示将视疫情发展决定党代会时间。

根据宪法规定，美国大选推迟概率不高；但疫情二次爆发、种族矛盾加剧背景下，大选面临的不确定性越来越大。美国大选的日程调整必须经国会投票、修改选举法完成，历史上大选从未推迟过。国会目前分裂状态下，2020 年大选推迟的概率不高。但随着疫情二次爆发、种族矛盾加剧等，尤其是多个摇摆州疫情大幅反弹、经济修复放缓，以及受到种族矛盾激化冲击，此次大选面临的不确定性越来越大。

若疫情形势严峻，投票方式会否由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。美国大选结果一般是大选投票日当天统计、公布。只有在 2000 年，因佛罗里达州计票失误，美国大选结果推迟了一个月公布。期间，由于大选结果迟迟未定，美国资本市场的波动率明显抬升。此次大选，投票方式会否因为疫情由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

● **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

《投资策略点评-又回到复苏的起点》-2020.7.9

《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

《投资策略专题-势来不可止，势去不可遏》-2020.7.6

目 录

1、周度热点：2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序” 4
2、大类资产回溯：主要股市涨跌分化，美元跌，黄金、原油涨 10
3、重点关注：美国 6 月工业产出及库存最新变化 12
4、数据跟踪：美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 超预期 12
4.1、美国数据 12
4.1.1、 美国 6 月 ISM 非制造业 PMI、5 月零售销售超出预期 12
4.1.2、 当周初请失业金人数好于预期，当周 EIA 原油库存意外大增 13
4.2、欧洲数据 13
4.2.1、 欧元区 5 月零售销售高于预期，7 月投资者信心指数低于预期 13
5、风险提示 14

图表目录

图 1： 4 月以来，特朗普支持率大幅下滑 4
图 2： 4 月以来，越来越多的民众认为特朗普将输掉大选 4
图 3： 与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大 4
图 4： 与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大 4
图 5： 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 5
图 6： 相比以往大选年，2020 年美国失业情况最为严重 6
图 7： 相比以往大选年，2020 年美国经济衰退最为严重 6
图 8： 历史经验显示，美国在任总统连任失败，主要发生在经济低迷时期 6
图 9： 美国非裔群体对特朗普的支持率下滑至新低 7
图 10： 美国拉丁裔群体对特朗普的支持率也下滑至新低 7
图 11： 美国大选流程推进节奏受疫情的极大干扰 7
图 12： 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 8
图 13： 6 月以来，美国疫情出现大幅反弹 8
图 14： 民主党掌控的多个关键摇摆州，特朗普支持率下滑 8
图 15： 伴随人口占比攀升，美国少数族裔选民占比上升 9
图 16： 2016 年非裔等投票率下滑，是希拉里败因之一 9
图 17： 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 18： 美元指数下跌，欧元、英镑兑美元双双上涨 10
图 19： 7 月以来，美元指数持续围绕 97 左右震荡 10
图 20： 全球主要发达国家 10Y 国债收益率普遍回落 11
图 21： 美国 10Y 国债收益率震荡下行 3bp 11
图 22： 全球主要股指表现分化 11
图 23： 美股纳斯达克指数继续上涨 11
图 24： 原油价格震荡上涨 11
图 25： COMEX 黄金价格升至近 8 年新高 11
图 26： 美国 ISM 服务业 PMI 及其主要分项纷纷反弹 13
图 27： 美国零售销售环比增速继续反弹 13
图 28： 当周 EIA 原油库存大幅增加 13
图 29： 美国当周首次申请失业救济人数继续回落 13

图 30： 欧元区 5 月零售销售环比高于预期 14
图 31： 欧元区 7 月 Sentix 投资者信心指数低于预期 14

表 1： 美国以往总统大选年，从未发生过如新冠疫情般严重的公共危机事件 5
表 2： 参议员哈里斯为拜登潜在竞选搭档的领跑者 8
表 3： 海外重点数据发布日期情况 12

1、周度热点：2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”

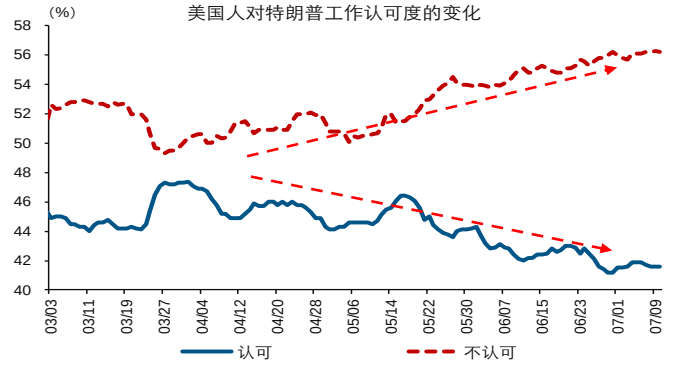
事件：4 月以来，特朗普支持率大幅下滑，胜选概率首次跌至竞争对手拜登以下。

数据来源：Realclearpolitics、Oddsshark

点评：

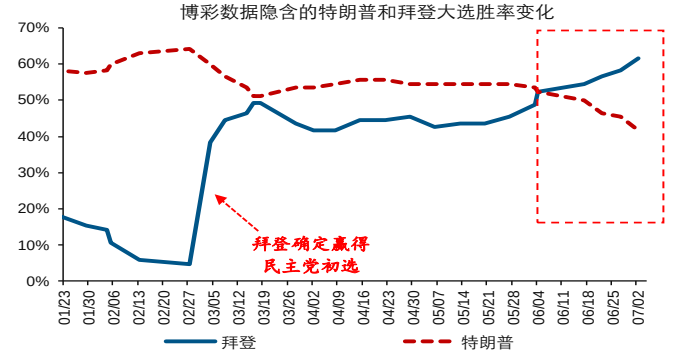
4 月以来，特朗普支持率大幅下滑，胜选概率首次跌至拜登以下，引发市场广泛关注。美国民调数据显示，4 月初至今，美国民众对特朗普工作的认可度由 47.4%左右大幅下滑至 41.5%；与此同时，对特朗普工作的不认可度上升 6 个百分点至 56%。与民主党总统竞选人拜登相比，4 月初，美国著名博彩网站 Oddsshark 开出的总统大选赔率隐含的胜选概率数据显示，特朗普胜选概率高达 55%，远超拜登的 42%。但到了 7 月初，特朗普的胜选概率已大幅下滑至 43%，落后拜登 17 个百分点。

图1：4 月以来，特朗普支持率大幅下滑



数据来源：Realclearpolitics、开源证券研究所

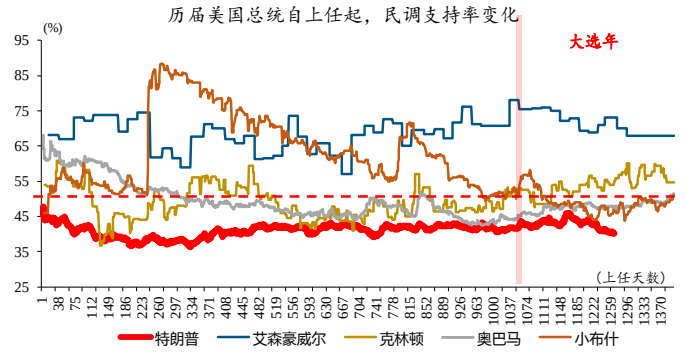
图2：4 月以来，越来越多的民众认为特朗普将输掉大选



数据来源：Oddsshark、开源证券研究所

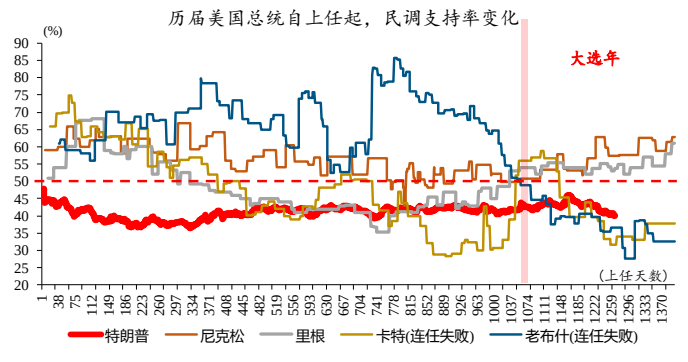
历史经验显示，美国在任总统（特朗普）支持率在大选年出现如此大的下滑幅度，较为罕见。回溯美国 1945 年以来共计 12 位总统（不包括特朗普）的民调数据变化，仅卡特、老布什这 2 位总统的支持率在大选年出现大幅下滑，并双双连任失败。与 12 位前任总统相比，特朗普近 6 个百分点的支持率下滑幅度，仅次于连任失败的卡特、老布什。

图3：与前任相比，特朗普大选年支持率下滑幅度较大



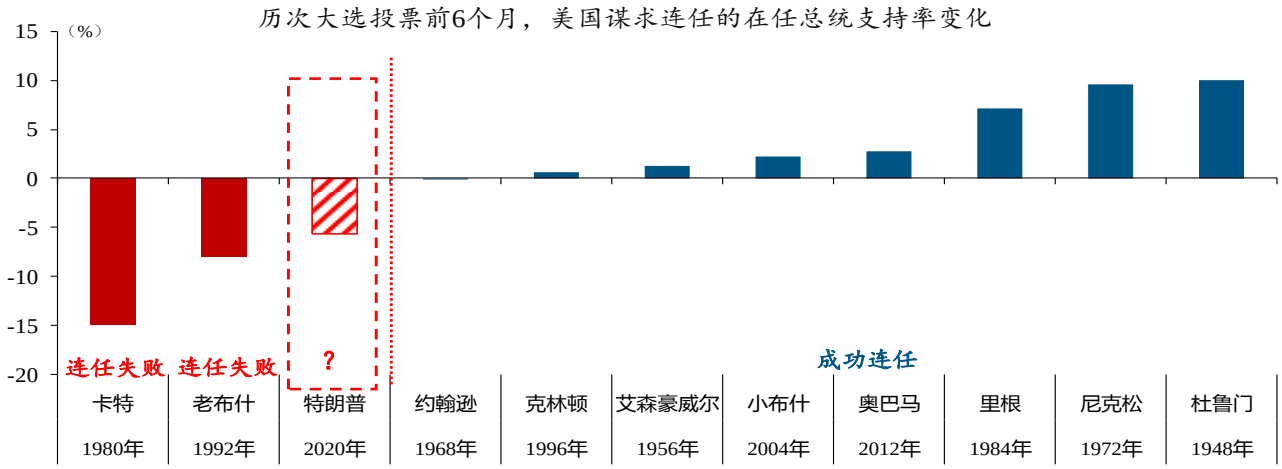
数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

图4：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5：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

美国历史上，在总统大选年，从未发生过如新冠疫情般严重的公共危机事件。美国以往总统大选年中，曾出现过暴乱、大飓风及流感疫情等公共危机事件。其中，1928 年的奥基乔比大飓风、1968 年的大流感疫情以及 1992 年的洛杉矶暴乱均较为严重，但依然远远不及新冠疫情。从最直观的死亡数据来看，截止到 7 月 11 日，新冠疫情已造成美国近 13.7 万人死亡，接近 1968 年大流感疫情死亡人数的 4 倍，超过 1928 年的奥基乔比大飓风死亡人数的 50 倍。

表1：美国以往总统大选年，从未发生过如新冠疫情般严重的公共危机事件

大选年	公共危机事件	事件简介	影响	总统支持率变化	连任情况
2020 年	新冠肺炎疫情（3 月-至今）	新冠肺炎病毒进入美国本土，并大范围扩散	近 13.7 万人死亡（截止到 7 月 11 日）	下滑 5.9%	
	黑人平权运动（5 月至今）	因对警察杀害黑人乔治·弗洛伊德不满，全国爆发了大规模的种族骚乱			
2012 年	大飓风（10 月-11 月）	北卡罗来纳州、新泽西州等遭遇飓风桑迪冲击	近 10 人死亡	上升 0.6%	连任成功
2008 年	大飓风（9 月）	德克萨斯州等遭遇飓风艾克的冲击	近 80 人死亡	上升 1.1%	非连任年
2004 年	大飓风（9 月）	佛罗里达州、纽约州等先后遭遇飓风弗朗西斯、飓风丽塔冲击	超过 200 人死亡	上升 0.6%	连任成功
1992 年	洛杉矶暴乱（4 月-5 月）	因对警察殴打黑人罗德尼·金案的裁决不满，洛杉矶暴发了大规模的种族骚乱	共 53 人丧生，超过 2000 人受伤	下滑 8%	连任失败
	大飓风（8 月）	佛罗里达州、路易斯安娜州等遭遇飓风安德鲁冲击	近 30 人死亡	上升 10.8%	
1968 年	全国暴乱（4 月-5 月）	马丁·路德·金在演讲时遇刺身亡，触发了全国范围内的骚乱	共 31 人丧生，超过 1000 人受伤	上升 13.1%	非连任年
	大流感疫情（9 月-次年）	从越南战争回来的士兵带回流感病毒，疫情随之大范围蔓延	近 3.4 万人死亡		
1928 年	大飓风	佛罗里达州遭遇飓风奥基乔比冲击	近 2500 人死亡		非连任年

资料来源：CNN、US Gov、开源证券研究所

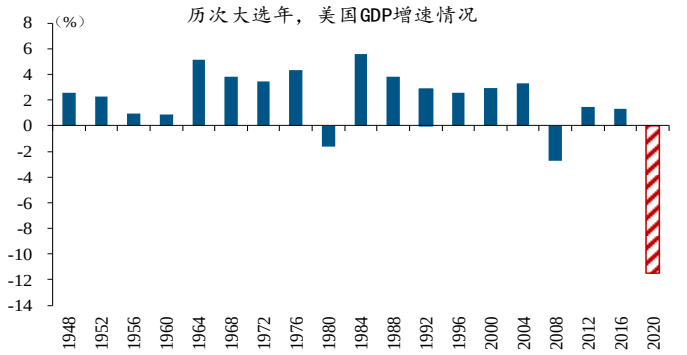
历次大选年，美国从未出现过如此严重的经济衰退及失业潮。美国以往大选年中，1980 年和 2008 年出现过 GDP 负增长，1976 年、1980 年、1984 年、1992 年、2008 年和 2012 年失业率曾超过 7%。但上述大选年中经济衰退及失业潮的严重程度，依然无法与 2020 年相比。经济数据来看，新冠疫情爆发后，美国失业率在 4 月飙升至 14.7%、创历史新高，GDP 增速预计（2 季度）跌至-10%以下、创历史新低。从以往的经验来看，美国在任总统连任失败，多发生在经济下滑和失业率飙升时期。

图6：相比以往大选年，2020 年美国失业情况最为严重



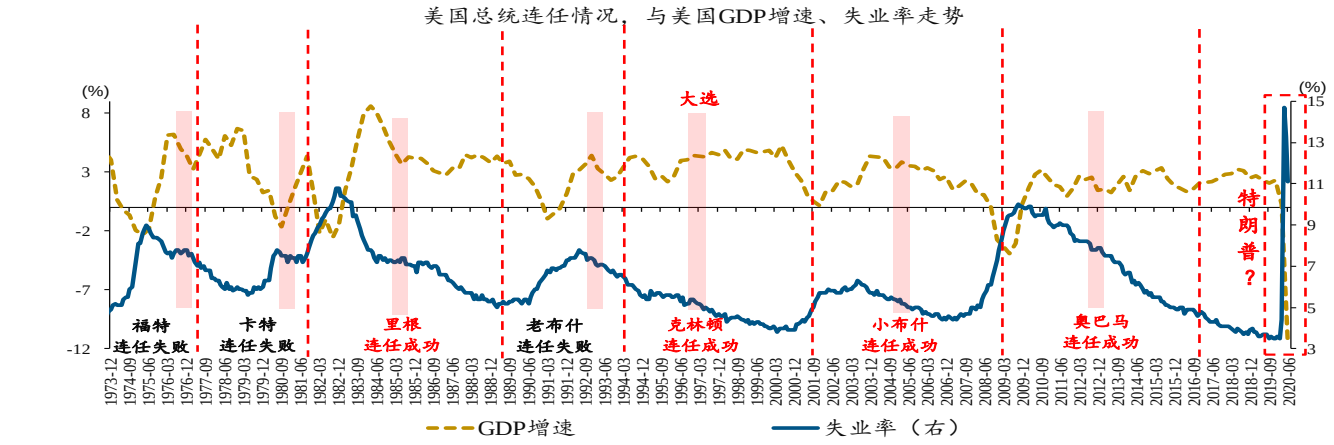
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：相比以往大选年，2020 年美国经济衰退最为严重



数据来源：Wind、开源证券研究所

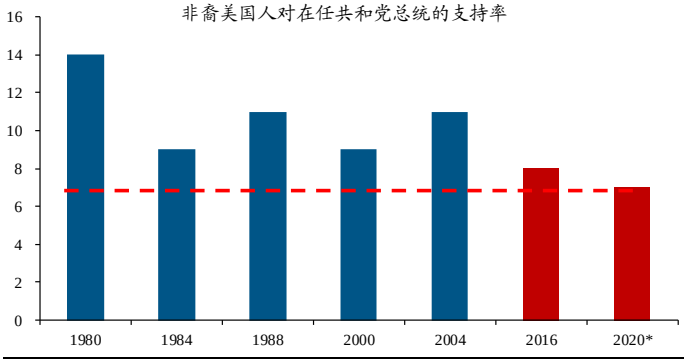
图8：历史经验显示，美国在任总统连任失败，主要发生在经济低迷时期



数据来源：Wind、Wikipedia、开源证券研究所

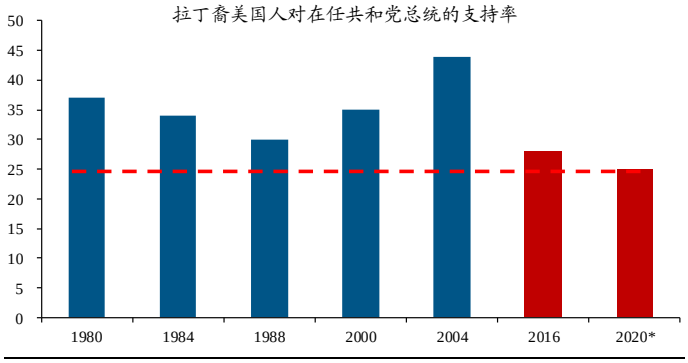
美国少数族裔对在任总统的反感度达到如此高的水平，史无前例。从历届大选结果来看，少数族裔普遍为民主党的支持者，对共和党的支持率往往不高。但与以往相比，少数族裔对特朗普的支持率，依然刷新了对共和党总统竞选人支持率的新低。最新民调数据来看，美国非裔群体对特朗普的支持率已下滑至历史新低的 7%，拉丁裔群体对特朗普的支持率也刷新了最低记录 25%。

图9：美国非裔群体对特朗普的支持率下滑至新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

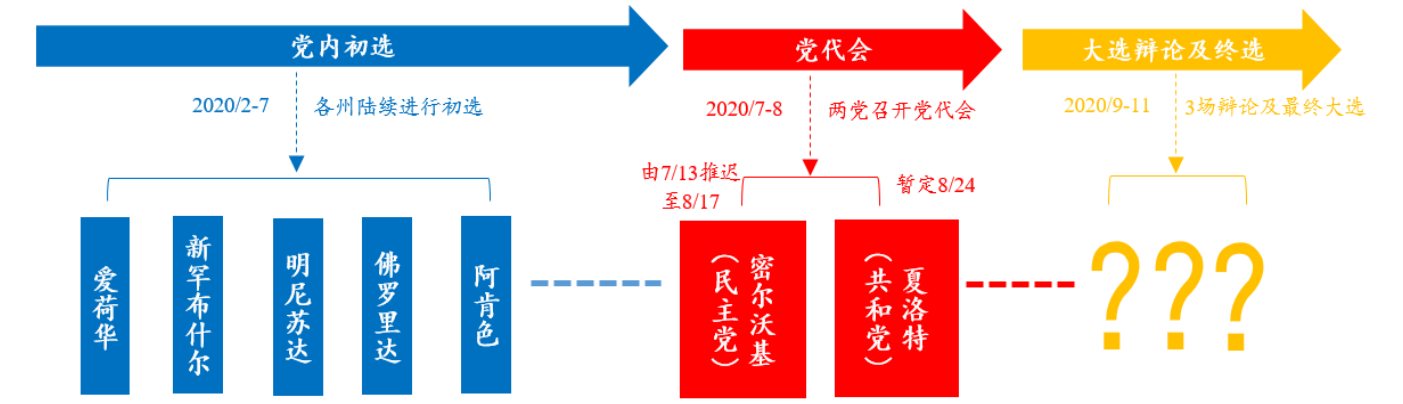
图10：美国拉丁裔群体对特朗普的支持率也下滑至新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

受疫情影响，2020 年大选流程的推进节奏受到极大干扰；截至到 7 月，还未完成初选及召开党代会。美国以往大选年中，两党一般在 2 月至 6 月举行党内初选，6 月或 7 月召开党代会（全国党代表大会）。但受疫情影响，美国多个州宣布推迟 2020 年大选的初选投票。与此同时，民主党将党代会的举行时间从 7 月 13 日推后至 8 月 17 日，共和党也表示将视疫情的发展情况来决定党代会的实际举行时间。

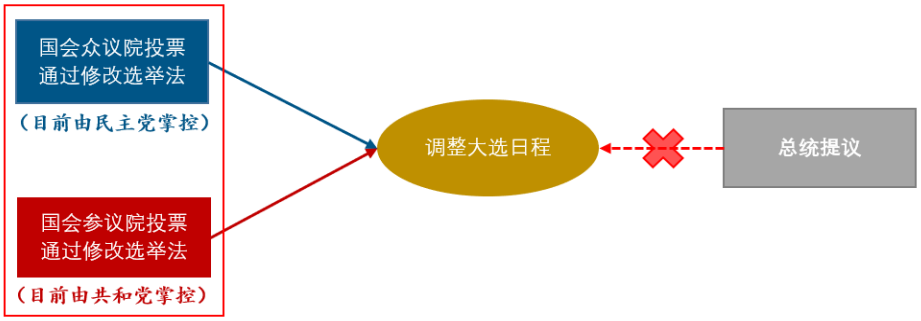
图11：美国大选流程推进节奏受疫情的极大干扰



资料来源：GOP、DNC、开源证券研究所

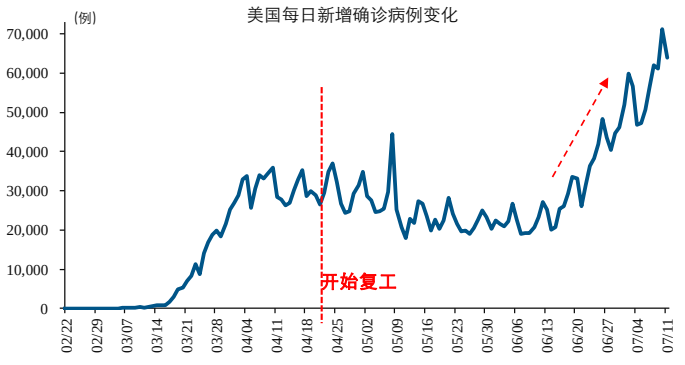
根据宪法规定，美国大选延期举办的概率不高；但疫情二次爆发、种族矛盾加剧背景下，大选面临的不确定性越来越大。美国宪法规定，调整大选日程必须经国会投票通过修改选举法完成，总统无这一权力。历史上美国从未推迟过大选，无论是二战还是南北战争时期大选都照常举行。在国会目前处于分裂的情况下，2020 年大选延期举办的概率不高。但随着疫情二次爆发、种族矛盾加剧，此次大选面临的不确定性越来越大。尤其是近 3 个月来，多个摇摆州因疫情及种族矛盾因素，对特朗普的支持率出现大幅下滑。**（关于选情详细分析，请参考《影响美国大选的两条关键逻辑》）**

图12：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



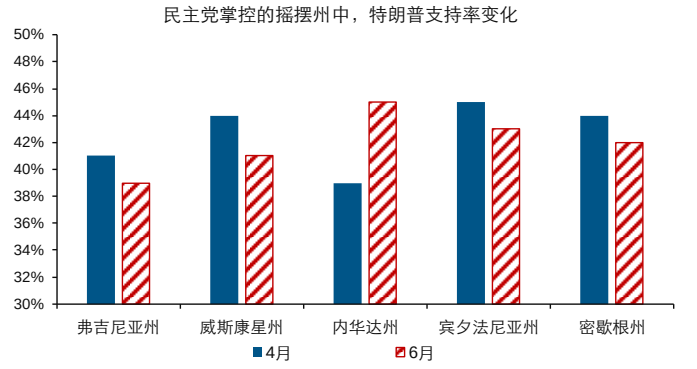
资料来源：US Congress、开源证券研究所

图13：6月以来，美国疫情出现大幅反弹



数据来源：Wind、WHO、开源证券研究所

图14：民主党掌控的多个关键摇摆州，特朗普支持率下滑



数据来源：PPP(D)、开源证券研究所

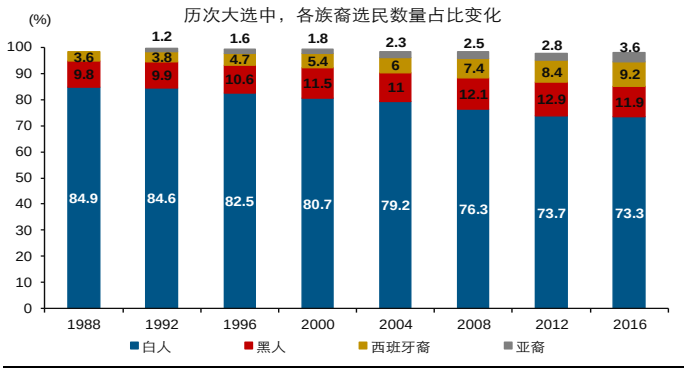
两位总统竞选人竞选团队如何搭建，对大选的影响也不容忽视。美国总统竞选人的竞选团队搭建十分重要。以特朗普为例，2016 年大选中，通过邀请彭斯（现任副总统）作为自己的竞选搭档，成功吸引到共和党内的极右翼选民的支持，为最终胜选奠定基础。目前，特朗普已确定与彭斯继续合作，备战 2020 年大选。而拜登方面，仍未确定竞选搭档。在少数族裔对特朗普反感度飙升背景下，拜登为吸引更多少数族裔投票支持，很可能选择一位少数族裔作为竞选搭档。目前，兼具非洲裔和印度血统的女参议员卡玛拉·哈里斯，被认为是拜登竞选搭档的绝佳人选。

表2：参议员哈里斯为拜登潜在竞选搭档的领跑者

主要候选人	政治履历	魅力	经验	筹资	选民号召力	总计
卡玛拉·哈里斯	参议员	3.5	4.5	4.5	4	16.5
伊丽莎白·沃伦	参议员	3.5	4.5	4	2.5	14.5
塔米·达克沃思	众议员	3	3.5	2.5	3.5	12.5
斯泰西·艾布拉姆斯	众议员	4.5	1.5	2.5	4	12.5
凯尔斯顿·塞内玛	参议员	4	2.5	2	3.5	12
凯莎·博顿斯	亚特兰大市长	4.5	1.5	1.5	4	11.5

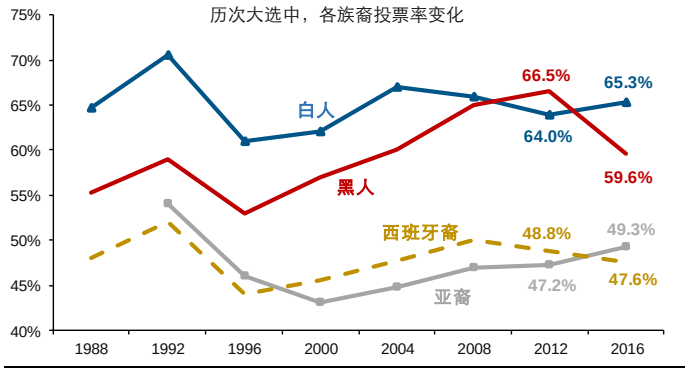
资料来源：BBC、开源证券研究所

图15：伴随人口占比攀升，美国少数族裔选民占比上升



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

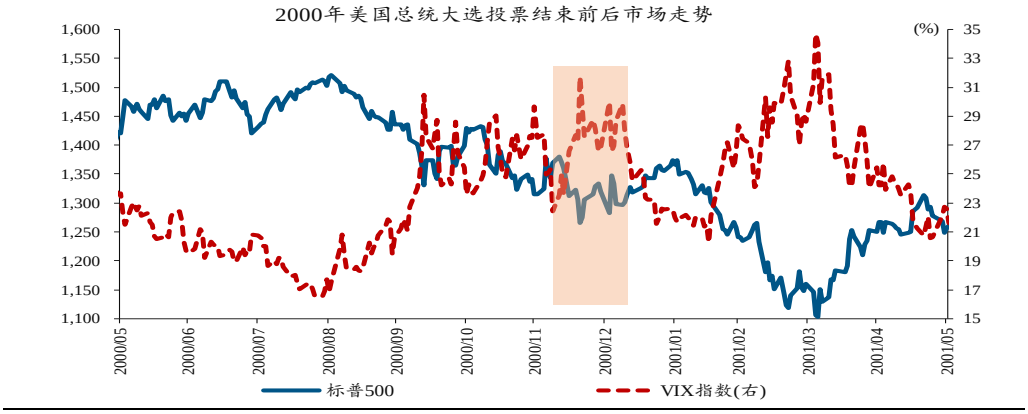
图16：2016 年非裔等投票率下滑，是希拉里败因之一



数据来源：CNN、开源证券研究所

若疫情形势严峻，投票方式会否由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。历史上，美国大选结果一般是大选投票日当天统计、公布。只有在 2000 年大选中，受佛罗里达州计票失误等影响，美国大选结果足足推迟了一个月才得以公布。期间，由于大选结果迟迟未公布，美国资本市场的波动率明显抬升。此次大选初选中，受疫情影响，科罗拉多州、华盛顿州等已采取邮寄投票保护选民安全。最终大选投票时，投票方式会否由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

图17：2000 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）4 月初至今，特朗普支持率由 47.4%大幅下滑至 41.5%。美国在任总统支持率在大选年出现近 6%的下滑幅度，在历史上都较为罕见。回溯美国 1945 年以来共 12 位总统的民调数据变化，仅卡特、老布什这 2 位总统的支持率在大选年出现 5 个点以上的下滑。最终大选结果显示，卡特和老布什双双连任失败。

2）美国以往大选年曾出现过暴乱、大飓风及流感疫情等公共危机事件，但严重程度远远不及新冠疫情。以死亡数据为例，新冠疫情目前已造成近 13.7 万人死亡，为历史最高。同时，新冠疫情导致美国 4 月失业率飙升至 14.7%、2 季度 GDP 增速跌至-10%以下，为大选年最严重衰退。

3）从历届大选结果来看，少数族裔普遍为民主党的支持者，对共和党的支持率往往不高。但与以往相比，少数族裔对特朗普的支持率，依然刷新了对共和党总统竞选人支持率的新低。最新民调数据显示，随着种族矛盾持续加剧，美国非裔、拉丁裔群体对特朗普的支持率已分别下滑至 7%、25%，双双刷新历史新低。

4）美国大选年中，两党一般在 2 月至 6 月举行党内初选，6 月或 7 月召开党代会。但受疫情影响，美国多个州宣布无限期推迟 2020 年大选初选。同时，为保证选民安全，民主党已将党代会的举行时间从 7 月 13 日推后至 8 月 17 日，共和党也表示将视疫情的发展情况来决定党代会的实际举行时间。

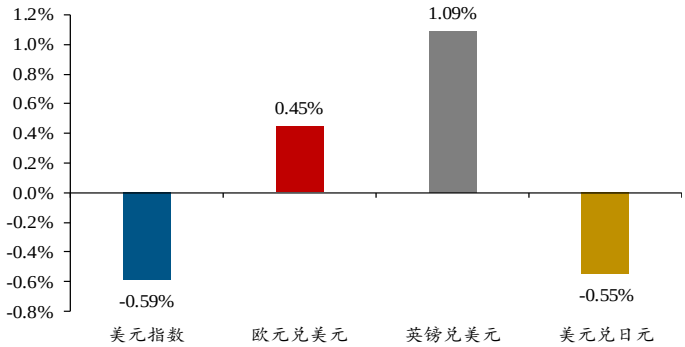
5）美国宪法规定，调整大选日程必须经国会投票通过、修改选举法完成。历史上，美国从未推迟大选。目前国会处于分裂状态下，2020 年大选推迟的概率不高。但随着疫情出现二次爆发、种族矛盾加剧，尤其是多个摇摆州受到疫情及种族矛盾冲击，此次大选面临的不确定性越来越大。

6）美国大选结果一般是大选投票日当天统计、公布。只有在 2000 年，因佛罗里达州计票失误，美国大选结果推迟了一个月公布。期间，由于大选结果迟迟未定，美国资本市场的波动率持续抬升。此次大选，投票方式会否因为疫情由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

2、大类资产回溯：主要股市涨跌分化，美元跌，黄金、原油涨

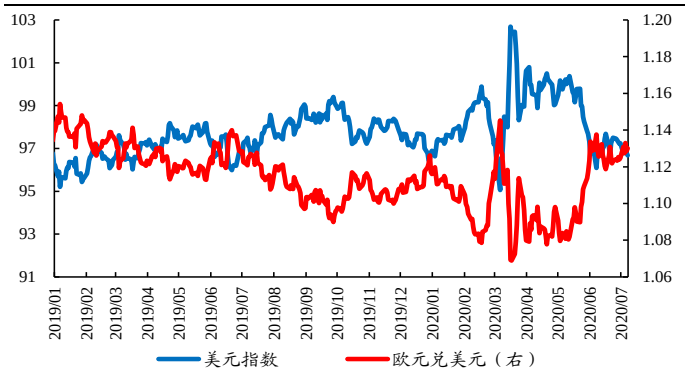
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），美元下跌，英镑、欧元上涨。伴随经济数据改善、提振风险偏好等，美元指数下跌 0.59%至 96.67。英镑、欧元兑美元分别上涨 1.09%、0.45%至 1.26、1.13。日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.55%至 106.9。

图 18：美元指数下跌，欧元、英镑兑美元双双上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

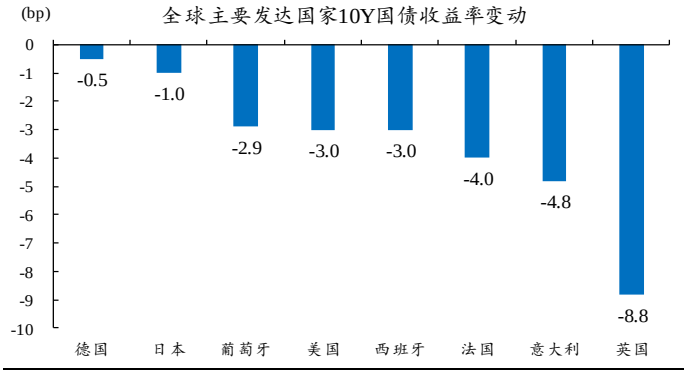
图 19：7 月以来，美元指数持续围绕 97 左右震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

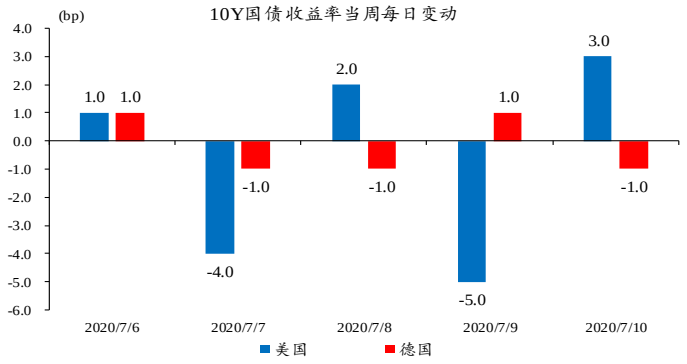
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），长端国债收益率整体下行。10Y 美债收益率下行 3bp 至 0.65%。其他债市方面，10Y 英、法、德债收益率分别下行 8.8bp、4bp、0.5bp 至 0.15%、-0.15%、-0.47%。

图20：全球主要发达国家 10Y 国债收益率普遍回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

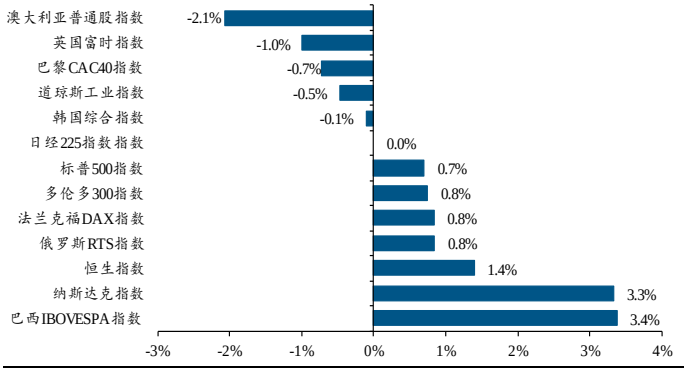
图21：美国 10Y 国债收益率震荡下行 3bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

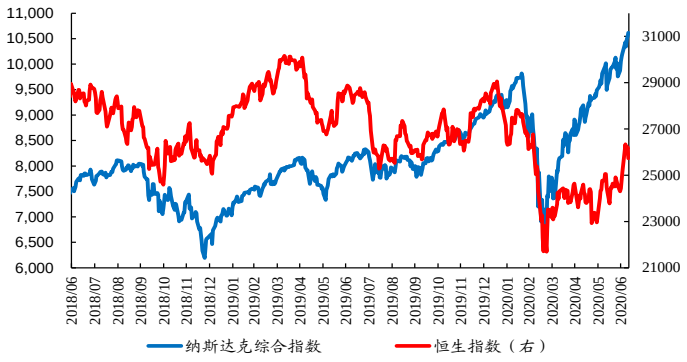
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），主要股市涨跌分化。美股方面，纳斯达克、标普 500 指数分别上涨 3.4%、0.7%，道琼斯工业指数下跌 0.5%。亚洲股指方面，恒生指数上涨 1.4%， 韩国综指下跌 0.1%。欧洲股指方面，德国 DAX 上涨 0.8% 、巴黎 CAC40 下跌 0.7%。

图22：全球主要股指表现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

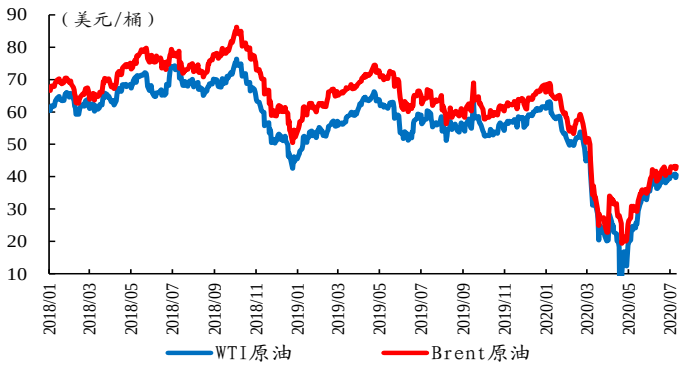
图23：美股纳斯达克指数继续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

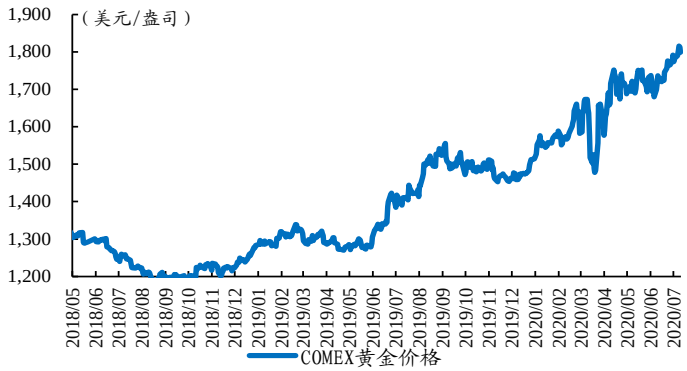
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），原油、黄金双双上涨。原油方面， WTI、Brent 原油分别上涨 0.77%、1.03%至 40.55、42.8 美元/桶。黄金方面，受美国疫情冲高等影响，COMEX 黄金上涨 1.72%至 1799 美元/盎司。

图24：原油价格震荡上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：COMEX 黄金价格升至近 8 年新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、重点关注：美国 6 月工业产出及库存最新变化

表3：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	7/14	NFIB 小型企业信心指数	6 月	97.5%	94.4%
		季调后 CPI 月率	6 月	0.6%	-0.1%
	7/15	纽约联储制造业指数	7 月	5.5%	-0.2%
		进口物价指数月率	6 月	1%	1%
		工业产出月率	6 月	4.8%	1.4%
	7/16	零售销售月率	6 月	5.5%	17.7%
		NAHB 房产市场指数	7 月	60%	58%
		商业库存月率	5 月	2.3%	-1.3%
欧元区	7/14	工业产出月率	7 月	8.1%	-17.1%
	7/17	CPI 年率终值	6 月	0.3%	0.1%
英国	7/14	GDP 月率	5 月	-17.4%	-10.4%
		制造业产出月率	5 月	5%	-24.3%
		工业产出月率	5 月	5.2%	-20.3%
	7/15	CPI 月率	6 月	0%	0%
		零售物价指数月率	6 月	0.1%	-0.1%
德国	7/14	CPI 月率终值	6 月	0.6%	0.6%
		ZEW 经济景气指数	7 月	67%	63.4%
澳大利亚	7/15	季调后失业率	6 月	7.1%	7.1%

资料来源：Wind、开源证券研究所

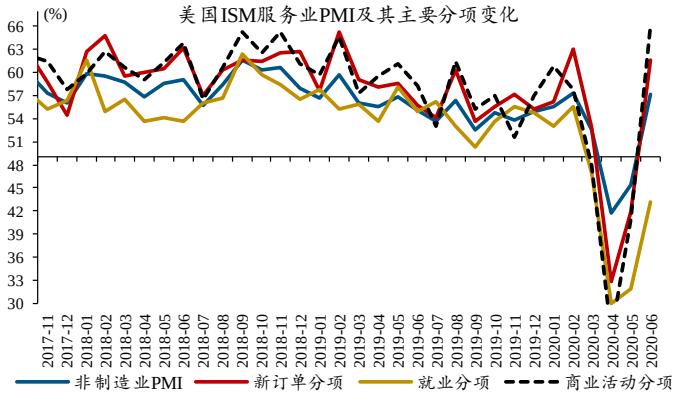
4、数据跟踪：美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 超预期

4.1、美国数据

4.1.1、美国 6 月 ISM 非制造业 PMI、5 月零售销售超出预期

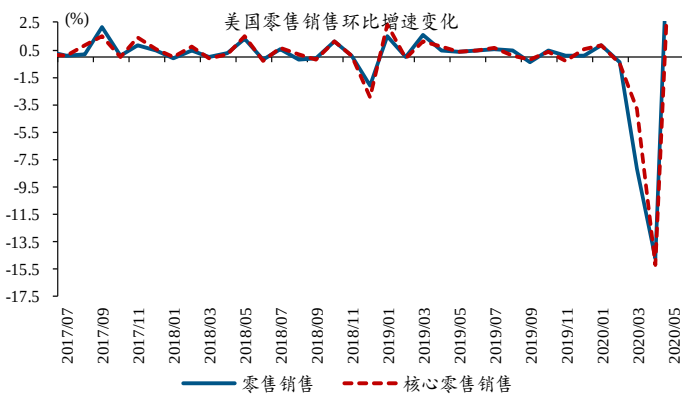
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），美国公布当周 ISM 非制造业 PMI 和 5 月零售销售数据。其中，美国当周 ISM 非制造业 PMI 指数为 57.1%，高于预期 50%、前值 45.4%；零售销售环比增长 5.4%，高于预期 4.5%，前值由-16.9%上修为-16.4%。

图26：美国 ISM 服务业 PMI 及其主要分项纷纷反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：美国零售销售环比增速继续反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 当周初请失业金人数好于预期，当周 EIA 原油库存意外大增

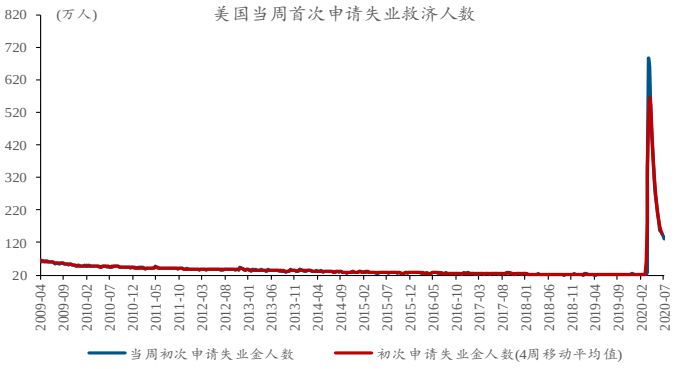
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），美国公布了当周初请失业金人数及 EIA 原油库存数据。其中，美国当周初请失业金 131.4 万人，好于预期 137.5 万人，前值由 142.7 万人下修为 141.3 万人；当周 EIA 原油库存增加 565.4 万桶，预期为减少 311.4 万桶。前值为减少 719.5 万桶。

图28：当周 EIA 原油库存大幅增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：美国当周首次申请失业救济人数继续回落



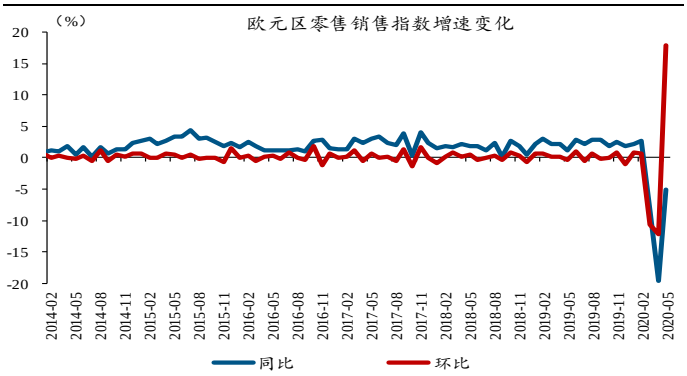
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、欧洲数据

4.2.1、 欧元区 5 月零售销售高于预期，7 月投资者信心指数低于预期

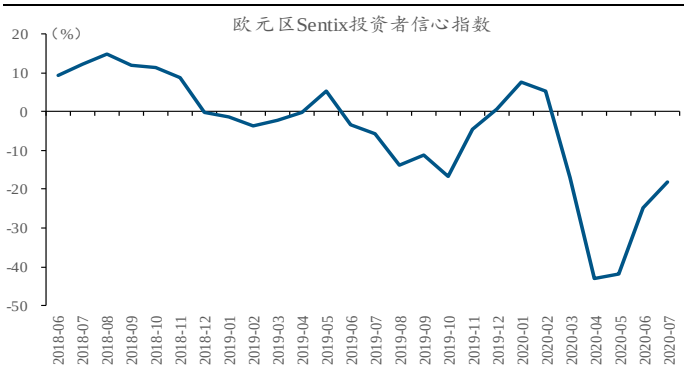
当周（7 月 6 日-7 月 10 日），欧元区公布了 5 月零售销售和 7 月 Sentix 投资者信心指数数据。其中，5 月零售销售环比增长 17.8%，高于预期 15%、前值-12.1%；7 月 Sentix 投资者信心指数为-18.2%，低于预期-10.9%，高于前值-24.8%。

图30：欧元区 5 月零售销售环比增速高于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：欧元区 7 月 Sentix 投资者信心指数低于预期



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