

分析师： 李冒余 021-68751256 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252
联系人： 吴邦栋、沈楠 021-68751256 wubd@cjsc.com.cn

美国国会中期选举影响几何？

报告要点

■ 共和党获众院多数席位概率较大，但民主党保持参议院优势仍非难事

从以往的中期选举来看，总统所在党派一般都会失去一些席位，过去 17 次中总统所在党派平均失去 28 个众议院席位和 4 个参议院席位。由于就业率问题一直没有得到妥善的解决，民主党失去的席位极有可能高于平均水平。

但是，民主党同时失去两院多数席位的可能性是比较小的。共和党需要在中期选举中多获得 10 个参议院席位和 39 个众议院席位才能够在两院同时取得多数地位。由于中期选举只会对参议院的三分之一的席位和众议院的所有席位进行重新选举，再加上共和党在民意测验中并没有获得太大的领先优势（登记投票者对共和党的支持率为 47%，而对民主党的支持率为 43%），所以共和党很难通过这次选举夺得对议会控制权的目标很难实现。

■ 中期选举前政策的“选举周期”

在分析历届中期选举的过程中，我们发现财政和货币政策存在着较为明显的“选举周期”。就历史数据看来，中期选举前后的政策会出现一定的周期性现象。中期选举之前会出现财政扩张，之后则会出现财政紧缩。

从 1960 年到现在，共 12 届政府，其中有 10 次在中期选举前的两个季度增加财政支出，而在中期选举之后减少财政支出。其中，每一届民主党政府的财政政策都是如此。仅有的两次特例发生在里根第一届任期和老布什的一届任期。

■ 医改、新金融监管法案基本仍能维持

从主要的中长期政策改革上来说，医改和新金融监管法案都是相对较为激进，并且在两党中间引起较大分歧的主要政策。虽然共和党很可能获得众议院多数地位，但是参议院仍将由民主党把持。再加上总统握有的否决权，要想推翻新金融法案和原有的医疗改革方案难以实现。当然在这些问题上，奥巴马可能会有所软化。

■ 高赤字缓解或将步履维艰

共和党如果入住众议院，那么退税可能成为其财政刺激最主要的看点，但这另一方面既减少了财政支出的“弹药”也将无益于高赤字的缓解。最突出的负面影响在于，失业救济金的延长可能受到影响。“退税”和“高赤字”从里根以来一直是共和党的法宝，这两项政策也反映了共和党所代表的群体的利益。就目前的形势看来，共和党很有可能会获得众议院多数席位，而征税和联邦支出的议案都是由众议院负责提出的。

■ 人民币升值受压或将减小，间接推升美元

与民主党的贸易保护相比，共和党更加偏向自由贸易，如中期选举后随着共和党的势力上升，对人民币的压力也会减轻，人民币升值的减弱将间接对美元有明显的推升作用，同时自由贸易理念在执政中的增强也会降低美国政府为提升出口而人为压低美元的可能性和程度。

在奥巴马执政的 2 年左右的时间内，在面对大萧条以来最严重的经济危机时，尽管出台了较多的刺激政策，其中甚至不乏一些具有极强改革意义和较为偏激的政策举措，但是在控制失业上似乎并没有起到明显的效果。

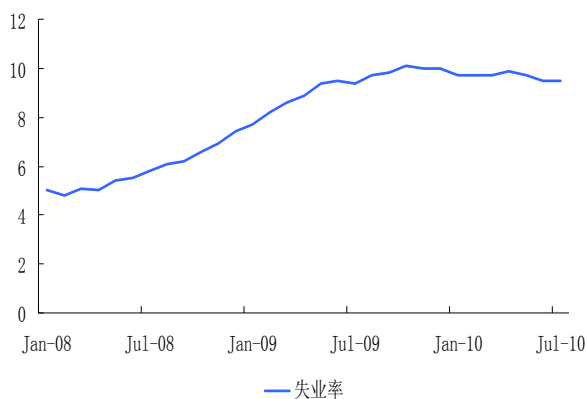
在这样的情况下，今年将会举行的中期大选就不仅对于奥巴马执政政府来说有着极其重要的意义，也使得大选的结果更加的具有不确定性，而这种不确定性的增多对于未来美国经济、政策、乃至美元策略的影响究竟会如何，这是我们最为关心的问题。

共和党从选举中能获得多少优势？

从可能的结果上来说，尽管大选尚未明朗化，但是我们从一些中期选举的历史经验以及选民对奥巴马政策的满意度中仍旧可以寻到一点蛛丝马迹。总的来说，我们认为，最有可能的结局会是民主党失去在众议院多数席位的优势，但是同时失去两院席位的可能性较小，参议院的多数席位仍旧能够保持，民主党总体在两院的优势将有所减少。

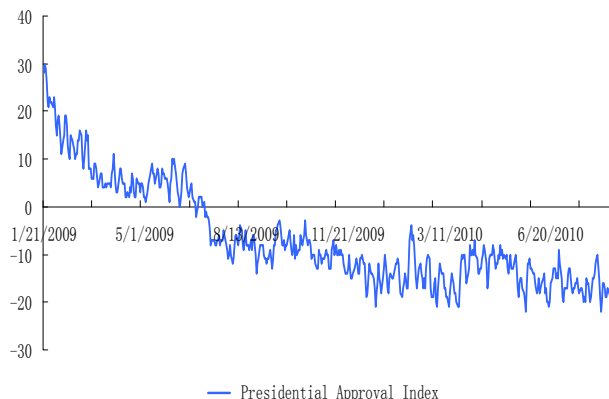
一方面，需要从奥巴马执政以来，政策的反馈效果和一些突发事件的回顾着手，分析此次中期大选之前，总统党派所处的局面和环境如何。回顾奥巴马主政的两年，他改变了克林顿时期民主党“中间道路”的策略，采用了一些异常“左偏”的政策。他接近少数族裔和社会底层，推出了一些较为激进的政策，如对各州的移民政策进行干涉、延长失业救济法案和医疗改革。然而在高失业的背景下对州层面移民政策收紧的干涉显得不合时宜，而后两种政策的出台与崇尚“机会平等”和“个人努力”的核心价值相悖。作为美国社会主流的中产阶级更为关心的是失业问题，在这个问题上奥巴马政府的表现显然不尽如人意，失业率居高不下，非农就业最近还有下降。此外，对于墨西哥湾漏油事件处理的不及时，也成为共和党攻击的重点。2009 年下半年以来，奥巴马最近的支持率一直处于低位，民主党中期选举前景堪忧。概括来说，本次总统政党在中期大选之前所面临的压力是相对较大的。

图 1：奥巴马未能解决失业问题



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 2：奥巴马上任以来支持率一直在下降



资料来源：Gallup，长江证券研究所

另一方面，在明确了当前如此的选举前夕环境下，以往各届的中期大选结果就可以为我们提供一个可能性较大的选举结果的预测途径了。从以往中期选举的情况来看，总统所在党派一般都会失去一些席位，过去的 17 次中期选举中总统所在党派平均失去 28 个众议院席位和 4 个参议院席位。由于上面提到的就业率问题一直没有得到妥善的解决，民主党失去的席位极有可能高于平均水平。但是，民主党同时失去两院多数席位的可能性是比较小的。目前，民主党在参众两院具有比较大的优势，共和党需要在中期选举中多获得 10 个参议院席位和 39 个众议院席位才能够在两院同时取得多数地位。由于中期选举只会对参议院的三分之一的席位和众议院的所有席位进行重新选举，再加上共和党在民意测验中并没有获得太大的领先优势（登记投票者对共和党的支持率为 47%，而对民主党的支持率为 43%），所以共和党很难通过这次选举夺得对议会控制权的目标很难实现。当然如果接下来两个月的经济形势如果进一步恶化，这种

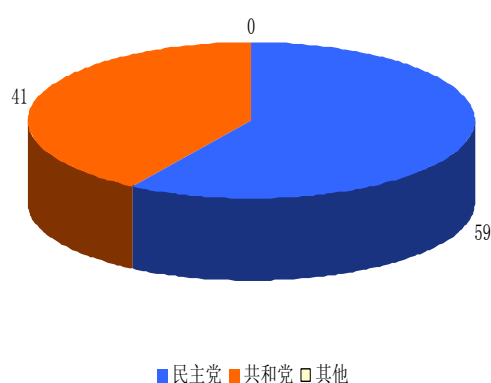
情况也可能会出现，因此对未来两个月美国经济形势的持续关注，是十分必要的。

表 1: 1942 年以来中期选举议席变动

年份	总统所在党派	众议院议席变动	参议院议席变动
2006	共和党	-30	-6
2002	共和党	8	2
1998	民主党	5	0
1994	民主党	-54	-8
1990	共和党	-8	-1
1986	共和党	-5	-8
1982	共和党	-26	0
1978	民主党	-15	-3
1974	共和党	-48	-4
1970	共和党	-12	1
1966	民主党	-48	-3
1962	民主党	-4	2
1958	共和党	-48	-12
1954	共和党	-18	-2
1950	民主党	-28	-5
1946	民主党	-54	-12
1942	民主党	-45	-8

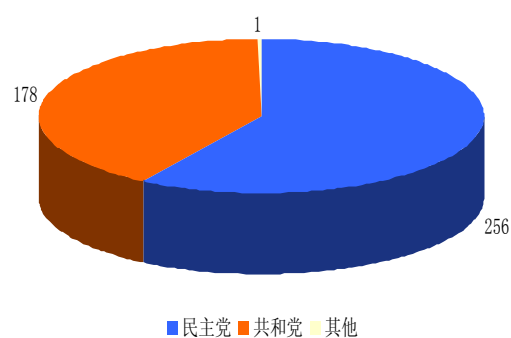
资料来源：维基百科，长江证券研究部

图 3: 参议院两党席位对比



资料来源：维基百科，长江证券研究所

图 4: 众议院两党席位对比



资料来源：维基百科，长江证券研究所

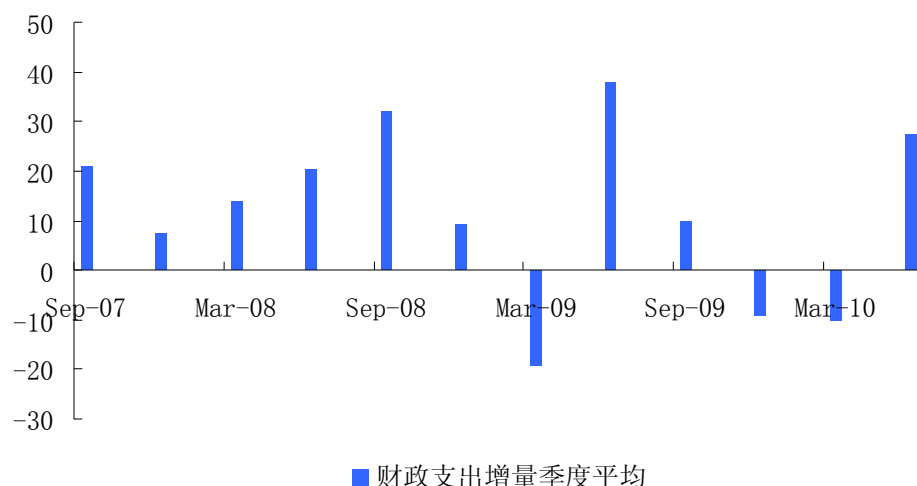
因此，综合以上两个方面来看，我们认为，最有可能的局面是，民主党只失去众议院多数地位。在这种情况下，不会因为两院由共和党控制而出现立法过程的拉锯战，从而降低政策调整的效率。同时，因民主党失去对两院的控制权，强行通过激进法案成为小概率事件。

政策的“选举周期”

在分析历届中期选举的过程中，我们发现财政和货币政策存在着较为明显的“选举周期”。就历史数据看来，中期选

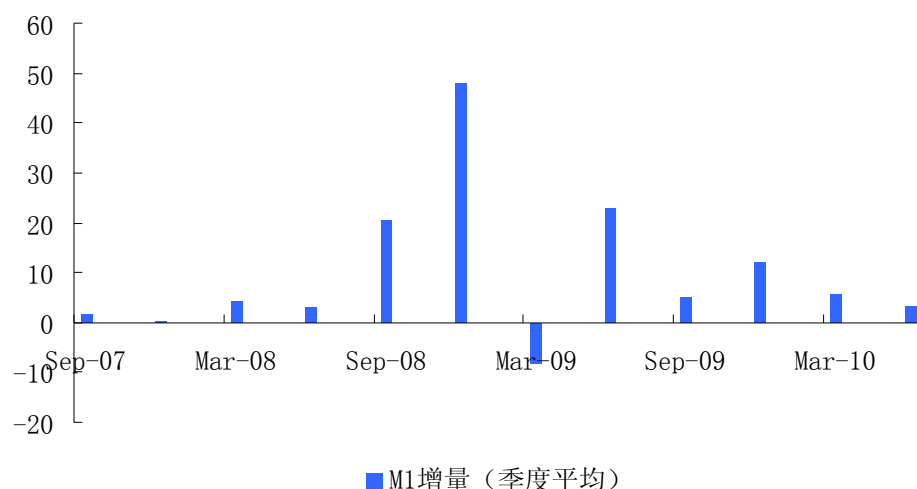
举前后的政策会出现一定的周期性现象。中期选举之前会出现财政扩张，之后则会出现财政紧缩。对于政策的“选举周期”来说，一般情况下，分为总统选举的长周期和中期选举的短周期，目前所面对的是中期选举的短周期，因此在这里我们就仅对“选举周期”的短周期现象进行一定的分析。从短周期来看在接近中期选举的时候，政府往往会有规律性的政策出台。从1960年到现在，共12届政府，其中有10次在中期选举前的两个季度增加财政支出，而在中期选举之后减少财政支出。其中，每一届民主党政府的财政政策都是如此。仅有的两次特例发生在里根第一届任期和老布什的一届任期。货币政策却表现出相反的情况。货币紧缩往往发生在中期选举前，而中期选举之后货币发行量大幅上升。这种情况从1960年以来也发生了10次。之所以在中期选举的短周期中会呈现出这种情况，原因在于货币政策的效果需要较长的时间进行传导，而财政政策起效会比较快。货币政策一方面要采取一定的紧缩对扩张性财政政策进行配合，另一方面又体现了政策周期的长周期。从本届政府的情况来看，在中期选举之前也颇有可能呈现这种局面，尽管近期美联储在货币政策上进行了一定的放松，但是我们认为在中期选举结果之间，更有关关注点和可能发生明显变化的仍旧在于财政政策，货币政策进一步放松的可能性较小。

图 5：第二季度财政支出猛增，表现出“前高后低”的潜在态势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：第一第二季度 M1 增量明显放缓



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

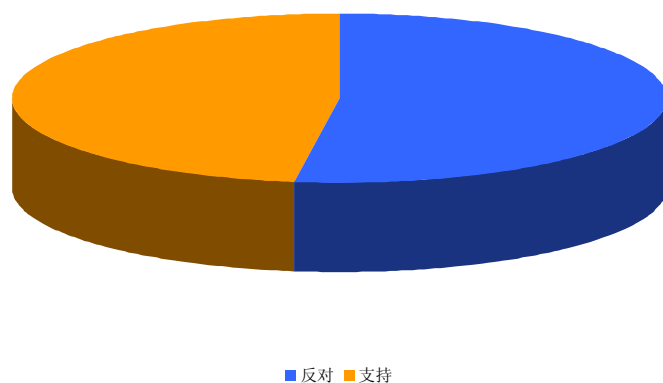
中长期激进政策会否大打折扣？

从主要的政策改革上来说，奥巴马政府上台后中长期的政策当中，医疗改革和新金融监管法案都是相对较为激进，并且在两党中间引起较大分歧的主要政策。那么如果中期选举的结果对民主党不利，那么这两部中长期法案的改革效果会不会受到打击呢？我们认为，**虽然共和党很可能获得众议院多数地位，但是参议院仍将由民主党把持。再加上总统握有的否决权，要想推翻新金融法案和原有的医疗改革方案难以实现。当然在这些问题上，奥巴马可能会有所软化。**

从美国的立法制度上来看，两院之间存在着制衡关系，总统与国会之间也存在着制衡关系。两院中任何一院讨论并表决通过提案都必须交另一院审议。如果第二院提出修正案，则再由两院部分议员组成的商议委员会来协调。两院通过的法案还要经过总统的签署才能正式生效，总统具有实际的否决权，美国建国以来总统使用否决权次数以千记。否决以后，两院可以三分之二的多数票推翻总统的否决。如果共和党在众议院成为多数，其固然可以在众议院提出提案或法案以推翻新金融法案和医疗改革，但是这类法案在众议院通过之后须交由参议院进行审议。参议院虽不能否决但可以提出修正案，此时提案或法案已经可以弱化。最后成型的法案会交到奥巴马手里，如果奥巴马对法案不满就可以动用手中的否决权。由于共和党在参众两院无法达到三分之二的绝对多数，因此要推翻总统否决几无可能。而且奥巴马还有机会利用“搁置否决”，这样根本就不给国会推翻总统否决的机会。

而且从民意反馈来看，美国舆论对华尔街颇有微辞，若要推翻保护消费者的新金融法案，奥巴马绝对不会容忍。至于医疗改革方案，有调查显示有 47% 的美国民众反对，43% 的美国民众支持。医疗改革方案关系重大，影响深远，考虑到希望 2012 年连任，相信在这方面奥巴马会有所软化，但是完全推翻原有的医疗改革方案仍是小概率事件。

图 7：医改法案目前的支持、反对率几乎持平



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

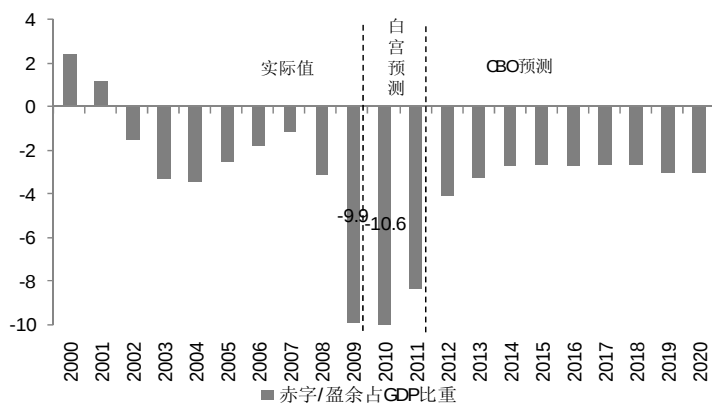
美元走强支撑面多于不利面

财政刺激可持续的信号释放是最大的看点

金融危机使得奥巴马政府上台之后，在财政上开始了大规模的刺激政策，而这导致近两年美国的财政状况出现了较为明显的恶化，在债务危机接连爆发的环境下，美国的巨额赤字也受到了较多的质疑，这也导致了奥巴马政府已经开始考虑逐步缩减财政开支，从下图美国国会对未来财政赤字的预测上也可以看出，2011-12 年将会有明显的削减意向。而如果共和党能够在此次的中期选举中取得众议院的多数席位的话，很可能在财政支出上改变之前奥巴马政府的削减计划，这种在财政刺激上的风格变化，尽管对实体经济的影响尚存在较多的不确定性，但是必然相较于原先的情况，加强了投资者对政策刺激规模能够得以维持的预期，这将会提振市场对于美国经济的信心，从而在中期内能够起到推

升美元的作用。

图 8: 美国赤字/盈余占 GDP 的比重-庞大的债务负担



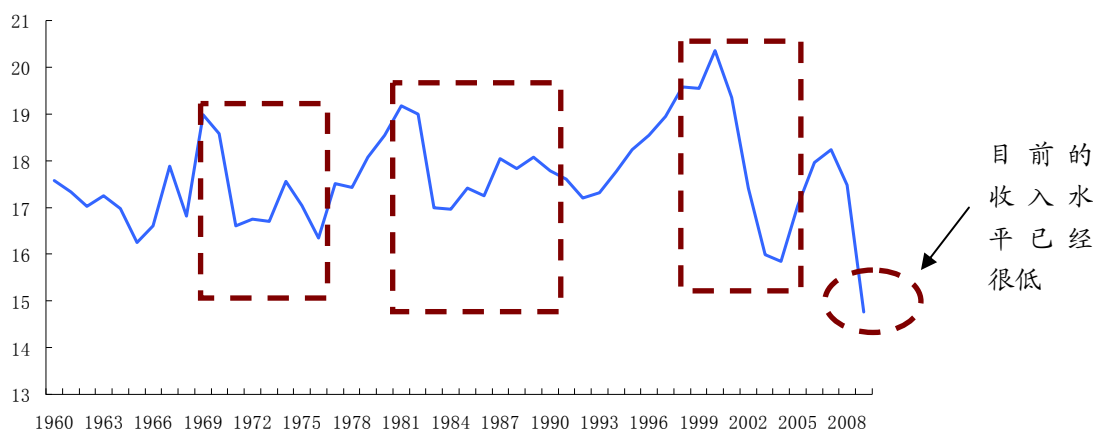
资料来源: Bloomberg, CBO, 长江证券研究部

延续我们前面对本次中期选举结果的判断，最重要的变化可能就在于共和党或许能够获得在众议院的占多数席位，而征税和联邦支出的议案都是由众议院负责提出的。而从共和党的执政风格上来说，“退税”和“高赤字”从里根时代以来就一直是共和党的法宝，这两项政策也反映了共和党所代表的群体的利益。因此，如果共和党真的能够在众议院的选举中胜出，那么相比于之前奥巴马可能开始的赤字削减计划，对美国财政刺激是否将被延续这一问题，投资者将得到更加肯定的信息，政策刺激对经济的帮助预期加提振市场对经济的信心，从而推升美元。

第一，在税收收入方面，通过对 60 年代以来共和党执政期间的观察可以发现，从美国政府收入占 GDP 的水平来看，共和党执政的期间主要集中在 1968-1976 年、1980-1990 年左右、以及 2000-2008 年这三段期间，无一例外的是在这些时间段内基本都保持了财政收入的下降，或者是在较低位置维持。而对于目前情况来看，从绝对水平上来看，已经处在了很低的水平，而如果本次的中期选举能够使得共和党在众议院取得主导权的话，那么低税收或“退税”性的政策才更有可能被一定程度上的而持续。

宽松的税收政策在弱势消费复苏的当下，最大的效果在于能够维持居民的“真实收入”水平，当消费信贷模式短期内难以恢复之时，“真实收入”的维持有利于保证美国消费的复苏力度，而这将明显提振投资者对于整体美国经济未来复苏的信心。

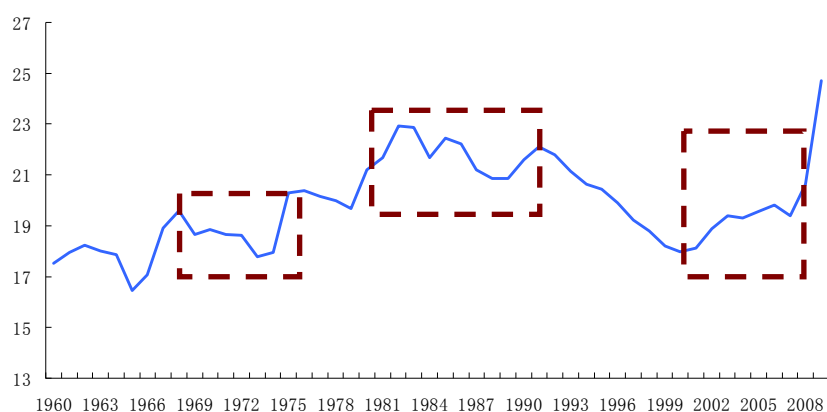
图 9: 美国财政收入占 GDP



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第二，从支出的角度来看，共和党如果在众议院能够胜出的话，也存在较为相似的逻辑。从下图可以看出，以上所提到的三次共和党执政的期间，财政支出上也保持着增长，或者是在高位维持的态势。目前的状态下，财政支出以处在了很高的水平，而赤字削减的压力也较大。因此，如果共和党改变了其在众议院的局面之后，更有可能将支出维持在相对更高的位置，尽管由于收入上的减少等多方面的原因，用于维持巨额支出的“弹药”并不充足，但是相比奥巴马政府对支出的削减态度来说，共和党仍旧是财政支出刺激经济的代表者。

图 10：美国财政支出占 GDP

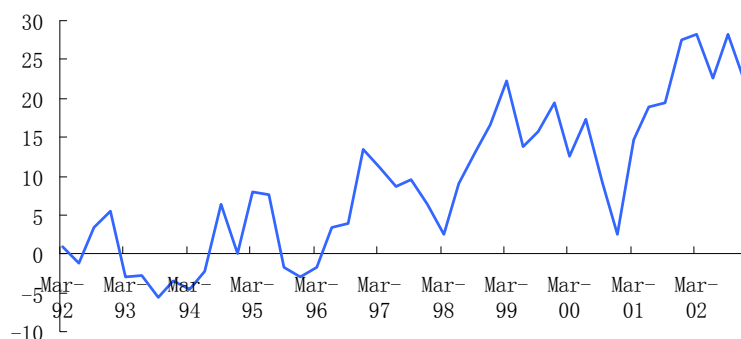


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第三，值得指出的是，我们前面两点的历史对比分析，均是考察当共和党作为执政党时所体现出来的鲜明执政风格。而目前更加贴切的现实情况在于，民主党执政而共和党获得众议院较多席位的局面，而历史上看，60年代以来，这种局面仅出现在了1994-2000年这段时间内，尽管可对比的时间段较少，但是我们也可以看到，在这段时间内同样符合我们的判断。虽然在这段时间里，政府赤字占GDP比重及政府支出占GDP比重都在下降，但是1994年之后政府支出的大大增加。下图为政府支出季度间增加额。克林顿执政的前两年，众议院由民主党控制，财政支出没有增加多少，而从1995年到2000年财政支出的增加额得到了明显的趋势性上升，之所以政府赤字占GDP比重及政府支出占GDP比重的下降，是因为在克林顿执政期间的“新经济”推高了美国的GDP。这一期间赤字减少乃至出现盈余也来自经济繁荣引致的政府收入上升。

图 11：季度财政支出增减

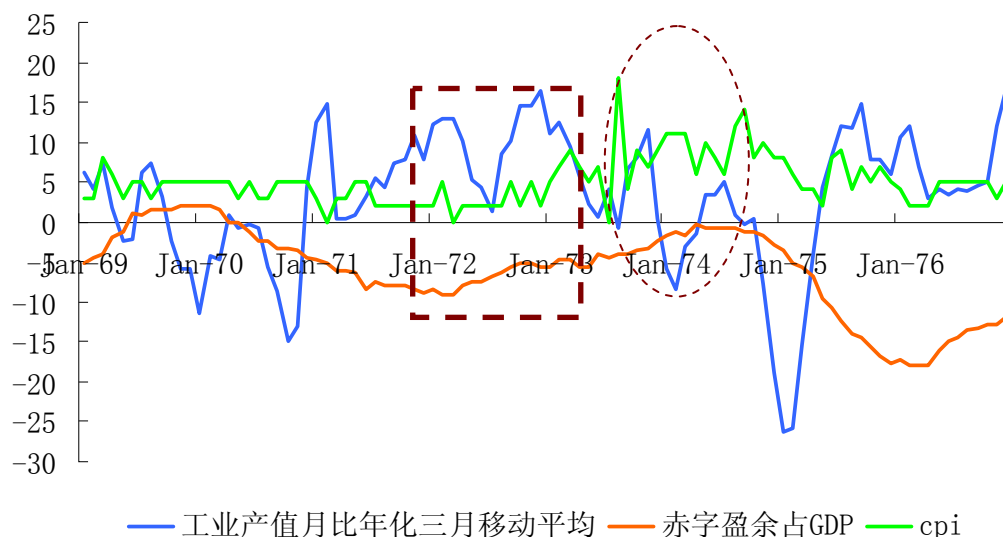
季度财政支出增加（移动平均）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第四，更细致一步来看，在结合不同经济形势之后，去考虑共和党期间内执政风格的细微变化时，我们发现，当前经济弱势复苏，而通胀压力较小的情况下，共和党在财政支出上的扩大更加具有确定性。下面三图我们列示了 1960 年以来共和党执政的三个阶段，分别是尼克松时期、里根-老布什时期和小布什时期。总体来说，在共和党执政的绝大多数时期，都存在着赤字。

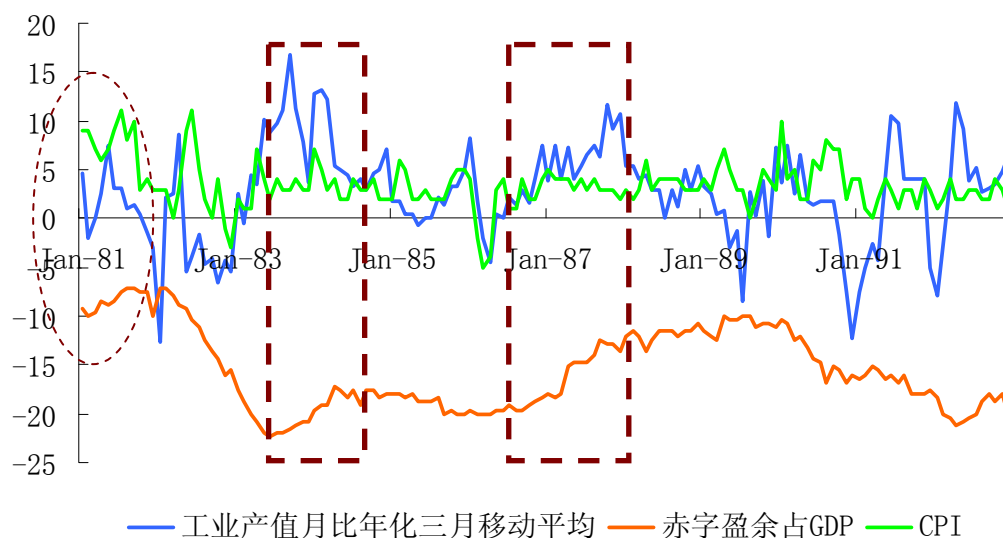
图 12: 尼克松时期



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

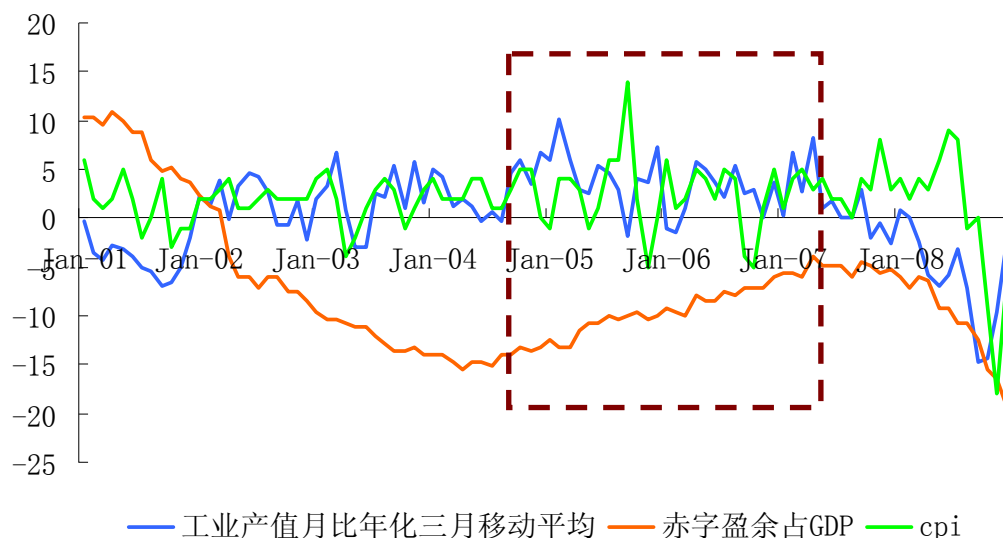
但共和党在不同经济形势下的这种执政风格也会有所弱化。首先是高通胀时期，共和党政府会减少赤字率，这种情况在尼克松政府和里根执政的早期都曾经发生过（下图方框所示）。其次，在经济增长持续时间较长和增长率较高的时期，赤字率也会收窄（下图椭圆框所示）。当然，在经济处于复苏状态时，共和党政府也会毫不犹豫地增加赤字率。如 70 到 71 年的复苏过程、75 年的复苏过程、82 年底到 83 年上半年的复苏过程和 90 年底到 91 年上半年的复苏过程。在这些经济复苏阶段，赤字始终是增加的。

图 13: 里根老布什时期



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 14: 小布什时期

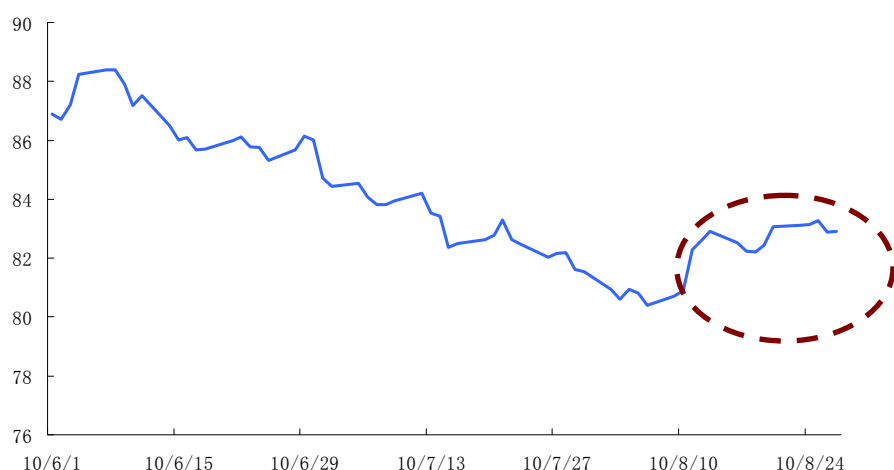


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

因此，在复苏，特别是类似于当前的弱势复苏下，美国经济更加倾向于通缩，同时经济增速仍没有到达一个稳步的水平，在这样的情况下，如果共和党获得众议院的话语权的话，美国的财政支出削减计划被延缓的可能性大大增强。

总体来说，共和党如果在中期选举中能够获得众议院的多数席位，那么无疑向市场释放了一个财政刺激政策仍能较高水平维持的信号，解除了投资者对于政策刺激不再支撑美国经济仍旧摇摆不定的弱势复苏的后顾之忧，这种信心上的提振对于美元的走强是相当有利的，从下图我们可以看到，尽管美国经济数据在下半年出现了明显的滑坡，但是在美联储放松货币政策之后，美元开始出现了一定较强的反弹，可见投资者目前对于美国的经济动向相对敏感。

图 15: 美货币政策放松后美元小幅走强



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

政策预期也存在对美元的不利面

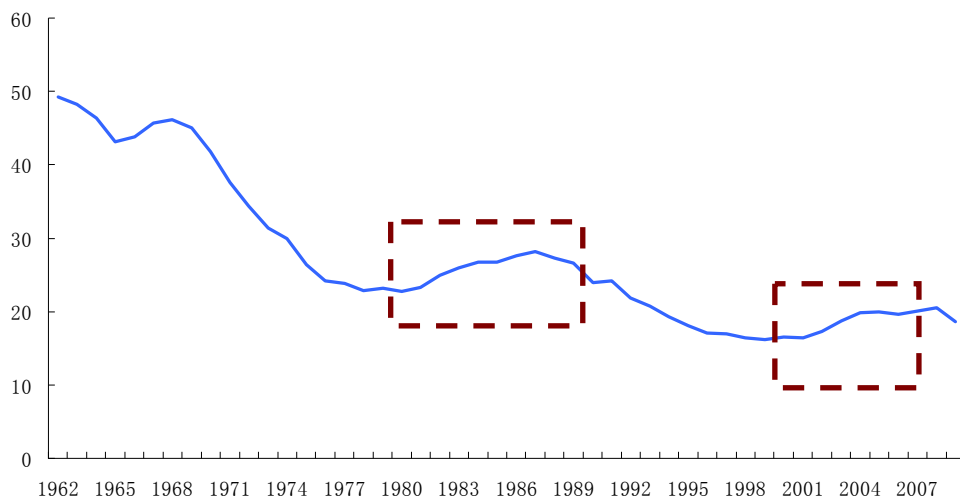
尽管总体上看，政策面上的预期会提振投资者的信心，但是仍存在两个方面对美元的风险。

第一，失业救济金的延续。延长失业救济的政策与共和党一直以来的政治理念相悖，如果共和党掌握众议院的权力，那么估计这一政策或将被终止或弱化，这对于美国就业市场乃至居民的消费来说都会造成一定的打击，但我们认为即使产生打击，那么这也仅是短期内的效果。其实这也未必是一件坏事。美国的劳动力市场区别于欧洲的最大特点就在于流动性大、充满活力。在美国，缺乏失业救济成为一个反向激励。如果对失业救济政策加以弱化，反而会鞭策失业者寻找工作机会。

第二，美国发动战争的可能性变大，甚至投资者对这一预期是否会增强都可能引起美元的波动。从历史情况看，尽管战争并不一定会压低美元，但当美国在战争中遇到困境，或者有一定不利迹象浮现时，美元通常会开始走弱。

共和党所代表的支持者中包含了一定的军火商，这点从财政支出中用于国防的比例上也可以看出。尽管 70 年代这一情况并不存在，但从最近的两次共和党执政后的情况来看，用于国防的财政支出都呈现上升趋势，并且这种上升是在长期趋势下降的过程中出现的。

图 16：用于国防的财政支出占总支出占比



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

因此，从这个角度来说，如果共和党的实力增大，会否加大战争的概率，从而对美元不利呢？我们认为，发生这种事件的可能性其实并没有表面上所看上去的，会有那么大的变化。我们在前面分析中期选举结果推升美元时，重点在于，众议院话语权的变化可能会使得刺激政策的持续性这一预期增强，从而提振市场的信心。但这一逻辑存在一个很重要的前提，那么就是对税收和财政支出的提出，这一权利是掌握在众议院手中的，因此才能够起到提振美元的作用。

而根据我们的判断，即使目前民主党在选举中并不占有优势，但是失去在参议院的优势还是不太可能的。对于战争发动的事件而言，不可能像财政那样主要的权利掌握在众议院手中，无论是总统还是参议院都在这一问题上有着决定性的话语权。所以我们认为，即使共和党能够在本次的中期选举中扩大自己的势力，但是在发动战争的问题上，并不会有多大的改变。

所以总的来说，尽管对美元也存在着一一定的不利面，但是共和党如果在众议院获得多数的席位，最直接和最大的改变仍在于提振投资者对政府财政刺激的信心，所以对美元走强的支撑绝对对应大于这两点不利因素。

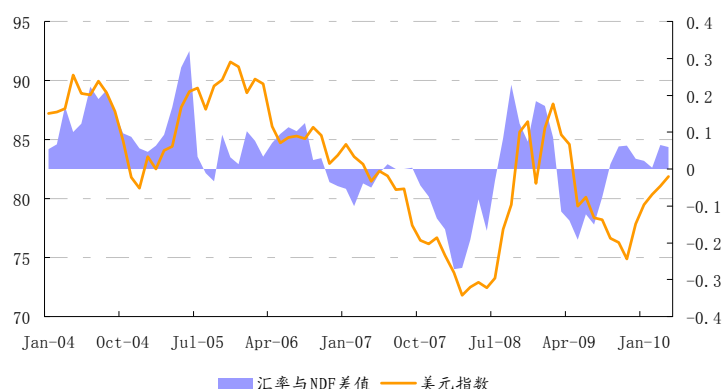
人民币升值压力减轻将利于强势美元

在对外贸易、人民币升值和美元方面，我们认为共和党势力的增加将缓解原有民主党对人民币施加的升值压力，而人民币升值趋势的放缓也将从一个侧面推升美元的走强。

民主党重视就业，而贸易保护是提高就业的一个良方。奥巴马延续了民主党贸易保护的传统，上任伊始推出的刺激计划中包含的“买美国货”条款。今年初以来，奥巴马频频发表讲话对人民币汇率政策进行施压。在反倾销方面，美国也没有手软，特别是对一些工会集中的钢铁等行业的动作更加频繁。最近，美国商务部又试图提出新计划，来对外国商品采取更为严厉的反倾销措施。如果民主党在两院势力有所削弱，那么施于中国等出口国的压力可能就会有所减轻。

反观共和党向来支持自由贸易，中期选举后随着共和党的势力上升，对人民币的压力也会减轻。应当注意到，奥巴马之所以对人民币汇率政策如此强硬，国会议员的压力起了不小的作用。例如今年3月，130名议员要求政府向人民币施压，压力之下奥巴马不得不做出强硬的表态。如果中期选举结果如我们所料，那么来自国会的压力将会显著缩小。贸易保护和人民币升值的议题可能不再成为重要的话题。

图 17：人民币汇率、NDF 差值与美元指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

而从美元的角度来看，人民币升值幅度的缩小将对推升美元有着更加有利的作用。从上图可以看出，人民币对升值预期实现的强弱，与美元之间有着明显的相关性，当人民币升值低于原先的预期之时，将会从资金流向、真实汇率调整等各个方面同步于美元的走强。因此，如果共和党在两院中的势力增强，将会缓解贸易保护，以及对人民币的施压，而自由贸易概念在政府中的增强，也将会减少美国政府为了提高出口，而过度人为压低美元的可能性。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。