

北京时间11月9日，美国中期选举的结果将陆续公布。从选情看，民主党并不处于有利地位，未来美国的政策将走向何方？

➤ 先来快速理解中期选举是什么

中期选举选的是美国两党在国会中的席位。简单来说，中期选举决定了两党对国会的控制程度，尤其是执政党能否控制国会。

美国实行三权分立的政治体系和两党制的政党制度。三权分立体系下，立法权力归国会。美国通过一项法律需要两会同意。

施政纲领能否落地，首先需要国会通过相应法案。因此执政党对两会的控制程度，决定了执政党立法施政的难易程度。

➤ 美国中期选举背后的政策博弈

民主党目前掌握着对美国两会的领导权，因此拜登政府各项政策的推动都较为顺利。一旦民主党在中期选举中失去对两会控制，美国各项政策的落地实施进展或将迎来变化。

根据美国国会领导权的最终归属，中期选举分为三个结果。分别是民主党控制两院、国会分裂、共和党控制两院。

一个有趣的历史经验，执政党往往无法在中期选举中占优。根据民调网站的预测，民主党失去两会的控制是大概率事件。

➤ 中期选举的政策博弈之一，民主党控制两院

有市场观点认为，假如民主党能控制两会，美国将继续实施“大财政”战略。

但我们认为，在高通胀的宏观环境下，再叠加英国养老金危机的前车之鉴，**美国未来推出大规模财政刺激的概率很低。这一情形下，拜登政府更有可能将新增财政计划的重点放在产业补贴上，以继续打压中国。**

当美国经济面临衰退危机时，不排除拜登政府重启财政刺激的可能性。

➤ 中期选举的政策博弈之二，分裂国会

财政方面，拜登政府尚未完成的医改、加税等方案将难以继续推进，共和党可能会用债务上限问题作为筹码与民主党展开谈判。

既然内政难以施展，拜登政府可能会把注意力转向国外。**对外贸易方面，大规模的产业补贴政策可能难以推进，取而代之的可能是针对性的产业制裁。**

➤ 中期选举的政策博弈之三，共和党控制两院

财政方面，不仅拜登政府的“蓝图”难以实现，很可能共和党还会倒逼拜登政府削减财政开支。因为共和党对国会的控制力度更高，不排除债务上限问题要拖到最后时刻才能解决的可能性，重演2011年美债违约危机。**对外贸易方面，预计对华的鹰派态度不会改变，各类直接打压性质的贸易政策可能会增加。**

➤ 我们对本次中期选举的两点判断

历史经验表明中期选举后一年，美股往往有不错表现，近年来美债利率在选举后偏向于下行，黄金价格则偏向于上涨。**当前的宏观环境下，我们两点判断，第一，民主党控制两会的概率低；第二，本次中期选举对当下资本市场影响有限。**

高通胀是当下最重要的宏观特征。**财政上**，哪个政党控制国会能推出的政策都比较有限。**贸易上**，通胀决定了大规模的贸易脱钩不会是美国的首选。**货币上**，美联储仍将维持抗通胀的态度。因此，宏观环境决定了中期选举能改变的东西不多。

风险提示：海外地缘政治风险；对美联储货币政策理解不到位；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

- 1.10月出口数据点评：“消失”的圣诞订单和全球经贸周期下行-2022/11/07
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产强势-2022/11/06
- 3.美联储11月议息会议点评：美债和美元到拐点了么？-2022/11/03
- 4.宏观专题研究：供销社体系发展的三大方向-2022/11/02
- 5.2022年10月PMI数据点评：PMI重回收缩区间重要么？-2022/10/31

目录

1 美国政治制度与立法流程简介	3
2 中期选举背后的政策博弈	5
2.1 民主党失去两院的控制是大概率事件	5
2.2 财政政策：失去国会控制后，民主党财政计划受阻	5
2.3 贸易政策：对华鹰派是共识，民主党倾向产业补贴	6
2.4 货币政策：美联储打击通胀态度不变	7
2.5 小结	8
3 中期选举对资本市场的影响	9
4 风险提示	10
插图目录	11

1 美国政治制度与立法流程简介

美国是联邦制国家，政权组织形式为总统共和制，实行三权分立的政治体系和两党制的政党制度。在三权分立体系下，美国立法、司法、行政三种权力分别独立，互相制衡，以避免政府滥权。其中立法权力归国会；行政权力归美国政府；司法权力归美国最高法院。

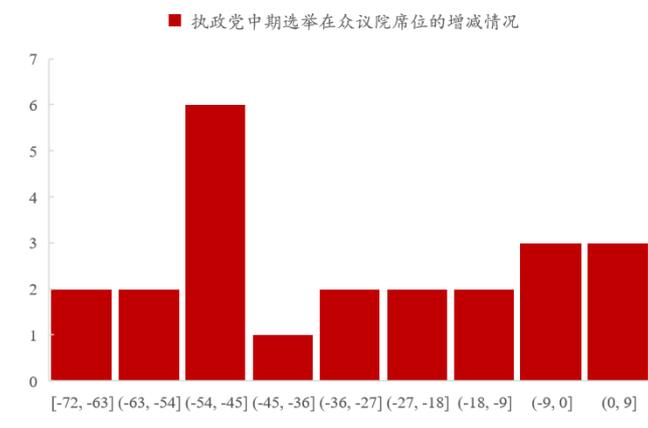
美国国会又分为众议院与参议院。参议院共有 100 个席位，由美国 50 个州分别选出两名参议员，任期为 6 年。众议院共有 435 个席位，由美国各州的特定选区选出一名众议员，任期为 2 年。

本次中期选举将改选众议院全部席位和参议院中 35 个席位。从历史经验看，执政党往往无法在中期选举中占优。

美国中期选举，是美国每四年的总统任期中（第二年的 11 月）举行的定期选举。美国国会大部分成员皆会在中期选举中改选，包括众议院全部的 435 个席位，以及参议院 100 个席位中的约三分之一（本次为 35 个）。

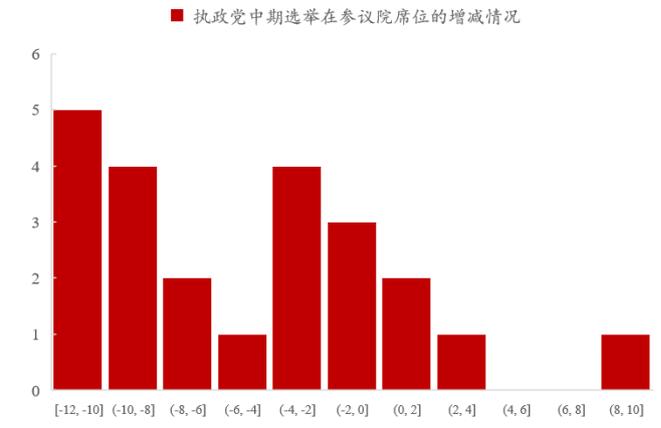
中期选举被认为是对总统及其所属政党表现的信任投票，可谓下届总统大选前哨战。有意思的是，历史上中期选举结果通常对总统所属政党不利。在过往的 23 次中期选举中，总统所属执政党平均在众议院中失去 30 席，在参议院中失去 4 席。

图1：执政党众议院中期选举情况（横：人，纵：次）



资料来源：美国国会，民生证券研究院

图2：执政党参议院中期选举情况（横：人，纵：次）



资料来源：美国国会，民生证券研究院

中期选举的重要性的美国的立法流程相关。美国一项法律的通过需要两会同意，因此执政党对两会的控制决定了其立法施政的难易程度。

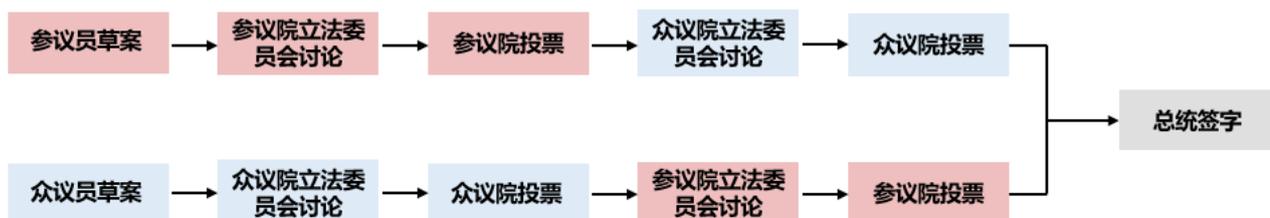
美国法案类型多样，包括联邦层面的法案、总统行政令、和州及地方的法案等。我们这里主要讨论的是联邦法案的立法过程，一项法案从起草到最后由总统签字成为法律需要经过以下程序。

- 1. 法案提出。**无论是众议员还是参议员，都有权提出法案。
- 2. 法案被立法委员会讨论修改并在国会投票。**议院（若由众议员提出法案，则在众议院；若由参议员提出法案，则在参议院）会把议案转给专门的委员会，在那里进行研究、辩论、听证和改进。委员会完成议案工作后，法案将在议院投票是否通过。
- 3. 另一议院讨论和投票。**当法案在一个议院得到通过时，将被递交到另一议院，并且重新

走一遍“立法委员会研究讨论—议院投票”的程序。投票通过后，法案将被提交总统签字。如果议案在两个议院均获得通过，但在两院被通过的版本不同，那么两院会成立一个会议委员会来解决分歧。如果会议委员会向两院重新提交的版本得到通过，那么议案会被提交总统。

4. **总统签署法案。**法案到达总统手中后，他/她可以批准和通过，然后法案将成为法律。

图3：美国联邦法案立法流程简介



资料来源：美国国会，民生证券研究院整理

正因为美国法案的通过需要两院的同时批准，且美国政治环境日益极化和撕裂，两党谈判与合作的空间不断缩小，所以两院的归属对于美国政策的走向尤为重要。

2 中期选举背后的政策博弈

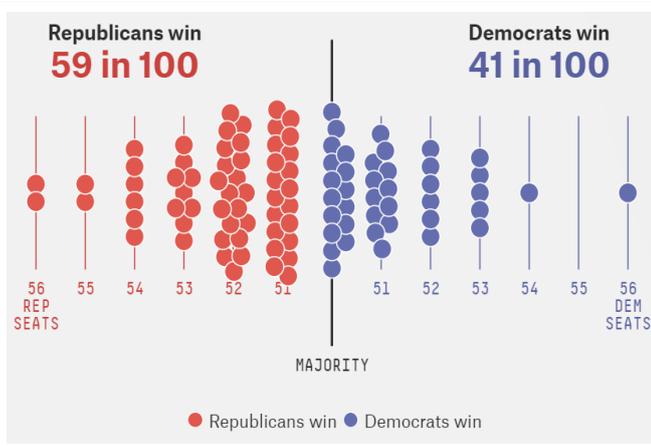
2.1 民主党失去两院的控制是大概率事件

根据民调网站预测，民主党失去两会的控制是大概率事件。

在中期选举前，民主党基本上控制了美国两院。民主党在众议院 435 个席位中占据了 220 个，为简单多数方；在参议院 100 个席位中占据 50 个，但占据副总统优势（可以使用预算调解程序去终结“冗长辩论”情况）。

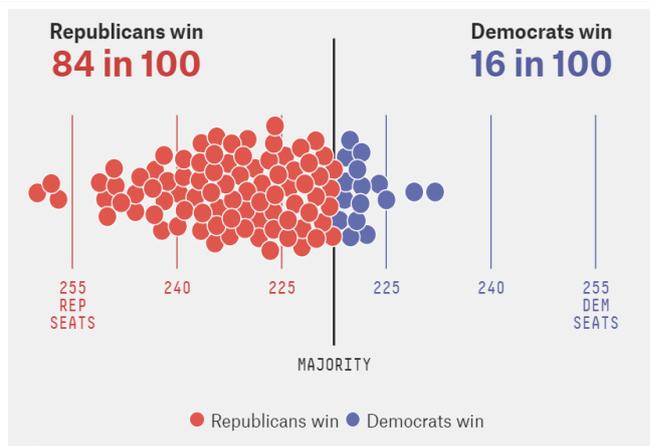
但是根据美国民调网站 538 显示，在本次中期选举中，民主党在众议院的选情极为不利，失去众议院的简单多数席位是大概率事件。同时，虽然参议院选情较为焦灼，但是民主党同样不占优势。因此，在本次中期选举中，民主党失去对两会的控制是大概率事件。

图4：民调网站预估民主党参议院选举不占优



资料来源：FiveThirtyEight，民生证券研究院

图5：民调网站预估民主党众议院选举非常不利



资料来源：FiveThirtyEight，民生证券研究院

2.2 财政政策：失去国会控制后，民主党财政计划受阻

首先需要说明的是，历史上并不存在“民主党宽财政，共和党紧财政”的特征。

投资者通常会有一个误解，那就是：共和党更遵守财政纪律，偏向于紧财政；而民主党更喜欢搞财政刺激，偏向于宽财政。但是从历史数据上，这一观点并不成立。

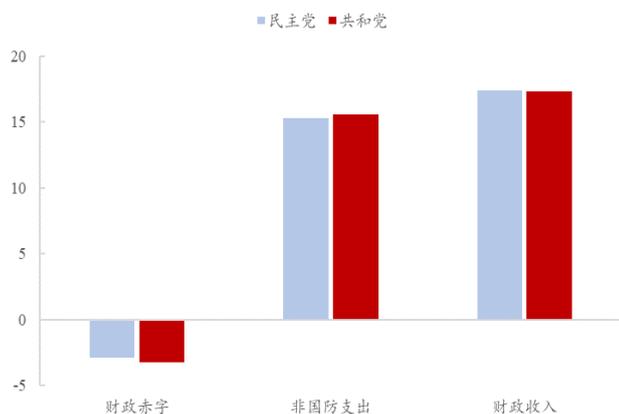
我们统计了 1962-2019 年美国的财政数据后发现，民主党总统执政和共和党总统执政时期，两者财政状况并无本质区别，不过共和党执政时期赤字率稍高。假如加入两院的归属情况，差距将更加明显。在民主党统一政府时期（民主党总统+民主党两院多数），平均赤字率仅为 1.39%；在共和党统一政府时期，平均赤字率为 2.77%，两者差距达 1.38%。

不过，在这次中期选举中，财政刺激导致高通胀成为了共和党攻击民主党的有力武器。在这一背景下，共和党或将更倾向推行“紧财政”的政策。

疫情后，拜登政府屡次出台大规模的财政刺激政策。同时，美国的通胀增速也在一路飙升。9月份美国核心CPI增速录得6.6%，录得近40年的新高。当前，越来越多人认为美国的高通胀与拜登政府的财政刺激有关，共和党人也不遗余力地用这理由攻击民主党的政策。

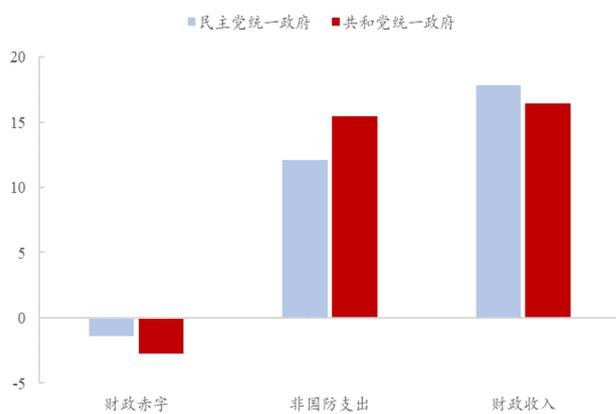
因此，未来共和党或将扮演“恢复财政纪律”的角色，只要共和党可以取得两院中一个的领导权，都会阻碍拜登政府推出更多的财政刺激计划。这种情况下，在 2022 年底，围绕美国债务上限的谈判又将展开。受美债违约预期的影响，资本市场的波动或将放大。

图6：不同总统执政美国财政状况（单位：占 GDP%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：不同国会情况美国财政状况（单位：占 GDP%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 贸易政策：对华鹰派是共识，民主党倾向产业补贴

在外交方面，对华鹰派是两党共识。且在对内立法受阻的情况下，拜登政府可能会将更多注意力放在对外事务上。

一般来说，美国中期选举集中在地区议题，也就是影响当地民生，老百姓关心的经济或者就业等问题。但是随着中国综合实力的崛起，美国政府开始频频出台各类打压中国的政策，实行鹰派的对华政策，开始成为美国两党的共识。同时，在美国政府长期的宣传下，美国民众对华观感日趋负面。为了争取民众的支持，无论是民主党还是共和党都没有动机扭转中美的紧张关系。

另一方面，因为民主党在本次中期选举中大概率至少失去对众议院或参议院其一的领导，拜登政府对于加税、医改、基建等内政的重大改革将遭遇不小阻力。对于民主党而言，将政策中心转移至贸易和对外事务上是“阻力最小的方向”。而且，民主党也意在通过展现对华的强硬态度，在 2024 年总统大选中“扳回一城”。

失去对国会的控制后，民主党对华贸易策略可能会从产业补贴排挤转向直接打压。

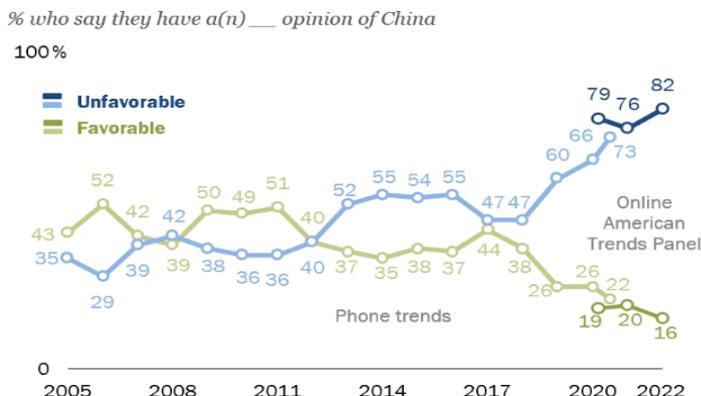
到目前为止，拜登政府偏向以产业政策的形式打压中国企业。其中，《通胀削减法案》和《芯片科学法案》都是“明为财政补贴相关产业，实为排挤他国企业”的典型。

比如，在《通胀削减法案》中，美国政府决定对美国居民购买新能源车提供补贴。但是，这一补贴有限制条件，美国政府对所购买的新能源车的组装地、以及新能源电池的生产地都有明确要求。借此法案，拜登政府想要达到新能源车生产链回流的目的，同时也打压了外国产品在美国市场的竞争力。

在上文我们提到，为了攻击民主党的政策路线，共和党未来将更倾向于“紧财政”。在这一

背景下，拜登政府以往的产业补贴策略可能将难以施展。相反地，更加“简单粗暴”的各类制裁性质的贸易政策可能将被派上用场。

图8：美国民众对华负面情绪日益增加



Note: Those who did not answer not shown.
Source: Survey of U.S. adults conducted March 21-27, 2022.

资料来源：Pew Research Center，民生证券研究院

2.4 货币政策：美联储打击通胀态度不变

面对历史高位的通胀增速，无论是民主党还是共和党都没有动机去干预美联储的政策独立性。美联储货币政策转向仍需要以通胀实质性回落为前提。

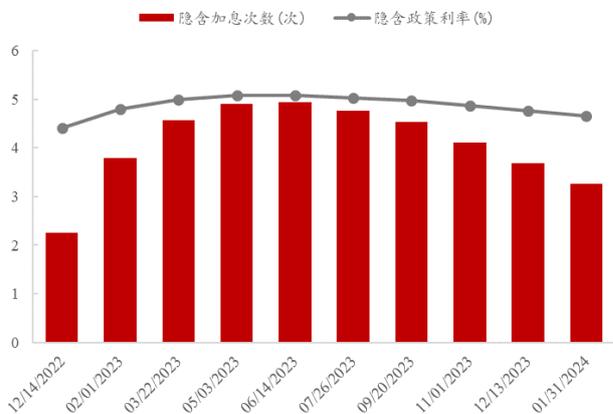
在 11 月议息会议上，美联储透露了未来放缓加息幅度的意图。不过，鲍威尔又表示加息周期将比 9 月点阵图“更高更长”，市场考虑暂停加息为时尚早。在报告《四季度美债利率或在 4%》中我们提到，因为基数效应以及美国薪资增速短期见顶，2022 年四季度美国核心通胀增速大概率见顶回落。因此，我们认为美联储将在 12 月或将加息幅度下调至 50BP。另外，由于美国通胀近期多次超预期，且美国就业市场热度居高不下，我们预计美联储在 12 月会议的点阵图中将把终点利率提高至 5.25%-5.5%的水平。

图9：美国通胀增速高企（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：联邦基金期货市场隐含加息预期



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2.5 小结

根据美国国会领导权的最终归属，本次中期选举的结果可以分为三个情况。

结果一，民主党控制两院，这一结果概率很低。很多投资者认为假如民主党能控制两会，美国将继续实施“大财政”战略。但我们认为，在高通胀的宏观环境下，再叠加英国养老金危机的前车之鉴，美国未来推出大规模财政刺激的概率很低。这一情形下，拜登政府更有可能将新增财政计划的重点放在产业补贴上，以继续打压中国。不过，当美国经济面临衰退危机时，不排除拜登政府重启财政刺激的可能性。

结果二，分裂国会，这一结果概率较大。财政方面，拜登政府尚未完成的医改、加税等方案将难以继续推进，且共和党可能会用债务上限问题作为筹码与民主党展开政策博弈。既然内政难以施展，拜登政府可能会把更多注意力转向国外。对外贸易方面，大规模的产业补贴政策可能难以施展，取而代之的可能是针对性的产业制裁。

结果三，共和党控制两院，这一结果概率不低。财政方面，不仅拜登政府的“蓝图”难以实现，很可能共和党还会倒逼拜登政府削减财政开支。同时，因为共和党对国会的控制力度更高，不排除债务上限问题要拖到最后时刻才能解决的可能性，重演 2011 年美债违约危机。对外贸易方面，预计对华的鹰派态度不会改变，各类直接打压性质的贸易政策可能会增加。

表1：中期选举不同结果情形下美国可能的政策取向

	财政政策	贸易政策	货币政策
民主党控制两院	在英国养老金危机的前车之鉴下，面对高企的通胀，即使民主党控制两院，也大概率会维持偏紧的财政政策。	继续通过产业补贴策略打压中国科技行业。	保持美联储政策独立性，以打压通胀为第一要务。
分裂国会	偏紧的财政政策，拜登政府医改、加税等政策恐怕难以通过，债务上限可能会成为两党博弈拉锯的话题。	政策重点转移至国外，对华政策继续鹰派。但拜登政府以往的大规模产业补贴策略可能将难以施展。	保持美联储政策独立性，以打压通胀为第一要务。
共和党控制两院	偏紧的财政政策，共和党有可能削减财政开支，债务上限可能会成为两党博弈拉锯的话题，并引发市场波动。	对华政策继续鹰派，更加“简单粗暴”的各类制裁性质的贸易政策可能将被派上用场。	保持美联储政策独立性，以打压通胀为第一要务。

资料来源：民生证券研究院整理

3 中期选举对资本市场的影响

历史上，中期选举后一年，美股往往有不错的表现，近年来美债利率在选举后偏向于下行，黄金价格则偏向于上涨。

我们统计了 1980 年以来美国 10 次中期选举后资本市场的表现后发现，在中期选举后一年，美股表现不俗，10 次中期选举中有 9 次美股录得上升，平均涨幅达 13.16%。

在美债利率方面，我们发现 10 次中期选举中有 6 次，10 年期美债利率在选举后一年录得下降，平均表现为-13.55BP。同时，时间越早的选举，美债利率在之后会更偏向上行，时间越迟的选举，美债利率则在选举后偏向于下行。这可能和近 20 年全球利率的趋势性下行有关。

在黄金方面，在近 10 次中期选举中，黄金价格在中期选举后一年平均涨幅录得 9.41%。同时，在近几次的选举后，黄金价格上行的概率更大，同样可能和利率下行的趋势有关。

表2：中期选举后资本市场走势

选举年份	中选中一年标普500回报	中选中一年10年期美债利率变动(BP)	中选中一年黄金价格变动
1982	19.65%	113.95	-8.01%
1986	-0.03%	161.00	17.61%
1990	22.40%	-97.46	-5.65%
1994	29.18%	-202.45	0.24%
1998	21.55%	120.66	-0.32%
2002	15.38%	25.16	22.20%
2006	5.38%	-44.67	28.42%
2010	2.30%	-74.95	26.94%
2014	1.78%	-6.24	-7.70%
2018	14.02%	-130.49	20.40%

资料来源：Wind，民生证券研究院

但在当前的宏观环境下，我们倾向于认为中期选举对市场的影响比较有限。

在当前“高通胀-高利率”的宏观环境中，我们认为不同的政党控制国会，能推出的政策都比较有限。在财政政策上，2023 年可能会是美国的“政策空窗期”。

在对外贸易上，虽然美国对华态度将保持高压态势，但是在通胀高企的环境下，大规模的贸易脱钩仍然不会是美国政府的首选项。这就意味着，局部的产业补贴或打压政策带来的可能更多是某些行业的短期波动。

在货币政策方面，通胀是两党的共同敌人，也是美国民众关切的头号问题之一。在这一环境下，无论是哪一党派控制国会，美联储抗击通胀的态度都不会发生转变，货币政策仍将偏紧。

因此，当前的宏观环境决定了美国未来政策空间较小，资本市场重演特朗普和拜登的“大选行情”的概率较低。

4 风险提示

1) **海外地缘政治风险。**如果俄乌冲突加剧，可能会深化欧洲能源危机，从而对欧元汇率和欧洲经济基本面产生额外冲击。

2) **对美联储货币政策理解不到位。**可能会误读美联储对企业债务风险的反应函数。

3) **美国通胀失控风险。**若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

插图目录

图 1: 执政党众议院中期选举情况 (横: 人, 纵: 次)	3
图 2: 执政党参议院中期选举情况 (横: 人, 纵: 次)	3
图 3: 美国联邦法案立法流程简介	4
图 4: 民调网站预估民主党参议院选举不占优	5
图 5: 民调网站预估民主党众议院选举非常不利	5
图 6: 不同总统执政美国财政状况 (单位: 占 GDP%)	6
图 7: 不同国会情况美国财政状况 (单位: 占 GDP%)	6
图 8: 美国民众对华负面情绪日益增加	7
图 9: 美国通胀增速高企 (单位: %)	7
图 10: 联邦基金期货市场隐含加息预期	7

表格目录

表 1: 中期选举不同结果情形下美国可能的政策取向	8
表 2: 中期选举后资本市场走势	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026