

如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？

摘要

- **“期中考试”成绩将出。**历时超过半年的2022年美国中期选举迎来终选，历史上大多情况总统所在党派经历中期选举后在国会的席位减少，从选民态度及目前关键摇摆州看，民主党失去众议院可能性很高，参议院要看四个关键州，终选开启后，民主党的表现优于之前统计的选民党派倾向。从两年执政情况看，拜登在疫情防控、经济复苏、气候问题、移民及安全、医疗改革等方面都有重要的政策发布，使其支持率下降的主要原因在于通胀及安全方面的政策。拜登支持率持续下降对于民主党中期选举形成一定拖累，控通胀症结难以解决。
- **“跛脚鸭”总统下的政策发展。**2022年中期选举凸显当下美国政治、社会两极分化加剧，在分裂的政府下，预计将在经济尤其是能源政策、联邦支出及对外政策三方面产生较大变化，并影响资本市场走势。经济政策方面，关注与能源、控通胀相关的政策变化。拜登在整体气候变化政策中对传统能源更不友好，与之相比，共和党更支持传统能源生产，但会把矛头对准非耐用品如食品杂货的支出上来控制通胀。经济政策方面，预计中期选举结果对后续加息节奏及针对衰退的政策有间接影响，分裂的国会对美联储政策的影响会更小，但联邦基准利率的峰值或略低于民主党占多数席位，财政政策的变化或将更小。财政政策方面，共和党提倡削减财政开支，税收政策也可能有变化，调整债务上限或将更困难。海外政策方面，总统在国内政策推行或受限的背景下，或将更多精力放在国家安全及海外政策上。
- **对于我国及大类资产的影响。**与其在经济及安全方面采取的政策一脉相承，美国后续也将加强其国内供应链的建设，这对我国将产生间接影响。未来美国可能从三方面加强其供应链建设：继续储备关键环节材料、增加供应商渠道及鼓励生产回流。基于美国可能采取的策略，我国对于供应链方面的布局也将有所加强，关键原材料、先进制造业相关、军工上游尤其是新材料相关，中游高端装备将延续高速发展态势。对大类资产来说，本次中期选举的结果可能利好美股和黄金，但对于美元偏谨慎，我国资本市场受有限影响。
- **风险提示：**美国疫情暴发、全民医保政策超预期、中美紧张关系升级等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. CPI如期回落，PPI再度转负——10月通胀数据点评 (2022-11-09)
2. 外需走弱，进出口承压——10月贸易数据点评 (2022-11-08)
3. 地产再传积极信号，海外衰退风险升温 (2022-11-04)
4. 利率市场化改革的四维度分析 (2022-11-04)
5. 短期扰动不改修复之势——10月PMI数据点评 (2022-11-01)
6. 政策落实巩固复苏，海外衰退信号渐强 (2022-10-28)
7. 生产端向好明显，消费仍待改善——三季度经济数据点评 (2022-10-25)
8. 国内重大项目密集开工，海外风险波澜四起 (2022-10-21)
9. 守正致远，新征程的六大看点——“二十大”开幕式报告解读 (2022-10-18)
10. 剪刀差向上，核心CPI向下——9月通胀数据点评 (2022-10-17)

目 录

1 “期中考试”成绩将出.....	1
1.1 终选开启，形势有变.....	1
1.2 执政两年，通胀是症结.....	3
2 “跛脚鸭”总统下的政策发展.....	5
3 对于我国及大类资产的影响.....	8

2022年美国中期选举于当地时间11月8日举行，本次改选美国国会众议院全部435个议席、参议院35个议席，另有包括马里兰州在内的36个州举行州长选举。2020年，我们在《“分裂”的选举，“统一”可期》中成功预测美国大选两院情，并在《拜登的长期政策分析及三大派生影响》中指出拜登以绿色新政为框架，以技术创新和基础设施投资作为工具，提振需求从而引领美国经济复苏。本篇专题聚焦美国中期选举，展望后续不同领域的政策发力方向，并详述其对我国的影响。

1 “期中考试”成绩将出

本次中期选举前，民主党与共和党在众议院、参议院的席位对比分别为220-208、50-50，民主党在参众两院都占多数席位。然而，本次中期选举后，分裂的政府，即民主党至少失去众议院参议院其中之一的可能性较大。

1.1 终选开启，形势有变

历时超过半年的2022年中期选举迎来终选，历史上大多情况总统所在党派经历中期选举后在国会的席位减少。本次中期选举除全部众议院435席位，参议院有35个席位将进行改选，其中之前14个归属民主党、21个归属共和党（包括1个特别选举，因现任共和党议员宣布提前辞职）；50个州里的34个州将会在中期选举中选出四年任期的州长，佛蒙特州和新罕布什尔州则会在中期选举及总统选举年中选出两年任期的州长。从权力划分看，作为立法机构，参众两院的国会议员可提交议案，立法提案权由议员个人行使，但法案是否提交院会则由相关的委员会决定，委员会完成议案经由两院通过再由总统签署后法案生效，但特别的是，参议院主要负责人事权及审判弹劾案等，而众议院掌握财政权及提出弹劾案等。从流程上看，中期选举大致分为初选和终选两个阶段，初选在今年的3至9月，由登记的本党派选民投票选出代表本党派参加终选的候选人，初选阶段不涉及两党候选人之间的较量，只是党内推选。终选从11月首个周一（11月8日）开启，最晚持续至12月（路易斯安那州决选或在12月10日举行），各州举行全体选民投票，从候选人中决出最终获胜者，个别州对终选得票率有过半的要求。从历史的经验看，大部分时间，总统所属执政党会在中期选举中落败或减少议席。1900年以来，共有30次中期选举（1902-2018年），其中众议院只有3次总统所属执政党数量增加（1934年罗斯福、1998年克林顿、2002年小布什任总统），参议院有6次总统所属执政党数量增加（1906年老罗斯福、1914威尔逊、1934年罗斯福、1962年肯尼迪、2002年小布什、2018年特朗普任总统）。30次中期选举，众议院执政党人数平均减少33位，参议院平均减少4位。2009年奥巴马上台时，民主党掌握参众两院多数席位，但2010年中期选举后，民主党在众议院中席位减少63位，在参议院中减少6个席位，使得民主党失去在众议院的多数席位优势；2014年中期选举，民主党继续在众议院中减少13个席位，参议院中减少9个席位，民主党又失去参议院多数席位。奥巴马失去参众两院后，他的精力大多放在绕开国会、动用行政权力等来推动相关举措，或在能获得两党支持的议题上。

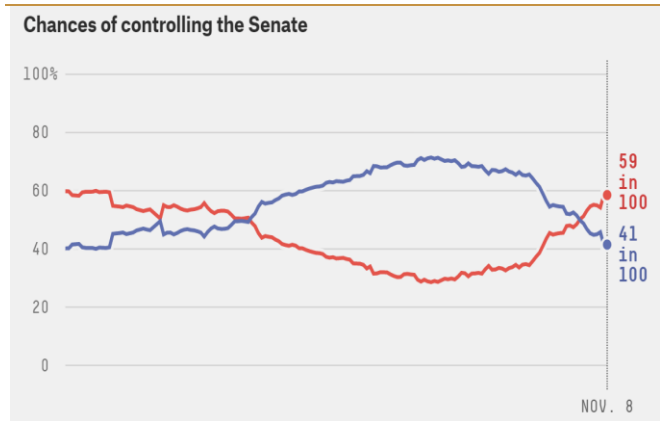
表 1：2000 年后中期选举前后参众两院执政者数量变化

中期选举年份	总统	党籍	众议院执政党席位变化		参议院执政党席位变化		众议院多数党	参议院多数党
2002	小布什	共和党	6 (223至229)	▲	2 (49至51)	▲	共和党	共和党
2006	小布什	共和党	-31 (232+1至202)	▼	-6 (55至49)	▼	民主党	民主党
2010	奥巴马	民主党	-63 (256至193)	▼	-6 (59至53)	▼	共和党	民主党
2014	奥巴马	民主党	-13 (201至188)	▼	-9 (53+2至46)	▼	共和党	共和党
2018	特朗普	共和党	-40 (235+1至196)	▼	2 (52至51+3)	▲	民主党	共和党

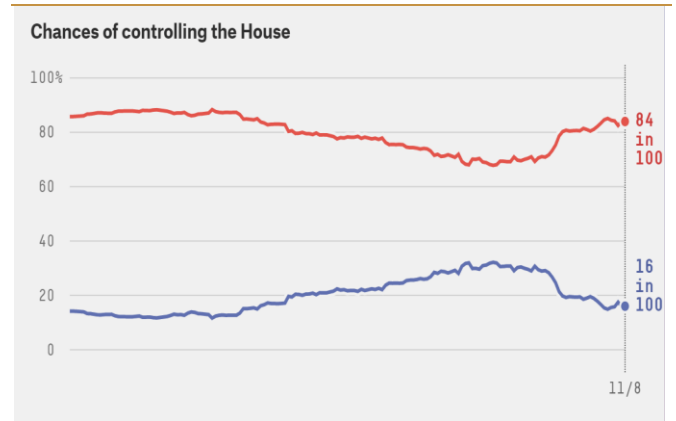
数据来源：美国政府、西南证券整理

从选举前的选民态度及关键摇摆州看，民主党失去众议院可能性很高，参议院要看四个关键州。从目前参众两院两党分布看，民主党在参众两院的优势都较小，想要在此次中期选举中维持优势非常困难。众议院中民主党占 220 个议席、共和党占 212 个议席，另有 3 个议席空缺，民主党仅比共和党多 8 个议席，这是自 1955 年以来两党差距最小的一届；而参议院议席为 50 比 50 持平，仅由于哈里斯担任议长使民主党有微弱优势。截至 2022 年 11 月，55 名议员（参议院 6 名，众议院 49 名）宣布不再寻求连任，其中民主党 32 位（1 位参议员及 31 位众议员），共和党 21 位（5 名参议员及 16 名众议员）。从不寻求连任情况看，民主党在众议院中的压力更大。从选民看，一般共和党选民的投票相对更热情，再加上重新划分选区的因素，共和党在客观条件上更具优势。虽然与大选一样，中期选举也为全国性大选，但一般来说其投票率偏低，与总统选举的 55%-60% 相比，一般只有 40% 的选民参与投票，参与的选民多为民主、共和两党的核心支持者，所以两党都希望动员核心选民来投票。但 2018 年的中期选举，投票率由 2014 年 36.7% 上升至 50.1%，今年的投票率有望再创新高，据统计截至当地时间 10 月 21 日，超过 580 万美国选民已参与提前投票，基本追平 2018 年中期选举同时段的投票人数。与 2018 年相比，佐治亚州和得克萨斯州选举前的投票率有所上升，北卡罗来纳州、俄亥俄州和佛罗里达州等与 2018 年的水平相当。从选民态度看，从目前民调情况看，根据 Fivethirtyeight 的模型测算，截至当地时间 11 月 8 日，本次中期选举，民主党在参议院占多数的可能性为 41%，低于共和党 18 个百分点；而民主党在众议院占多数的可能性仅为 16%。客观和主观环境对于民主掌握众议院多数席位都有不利因素，参议院方面，四个州的竞争相对更加重要，分别是：亚利桑那州、佐治亚州、内华达州和宾夕法尼亚州。当地时间 11 月 8 日，四个州民主党候选人取得胜利的概率分别为 66%、37%、49% 和 43%。然而民主党想要掌握参议院多数席位需要在四个关键州中至少取得三次胜利。

然而，终选开启后，民主党的表现要优于统计的选民党派倾向。截至当地时间 11 月 9 日，参议院方面，民主党和共和党都获得了 48 个席位，剩亚利桑那州、内华达州、佐治亚州和阿拉斯加州尚未尘埃落定。在亚利桑那州，参议院候选人民主党马克凯利以 51% 对 46% 的优势领先（约 72% 的选票）；在内华达州，共和党人拉克萨尔特以 50% 对 47% 的优势领先（约 80% 的选票）；佐治亚州将在 12 月 6 日民主党沃诺克和共和党沃克之间进行决选；阿拉斯加州席位大概率将由共和党候选人获得，但区别在于是亲特朗普的齐巴卡还是反特朗普的穆尔科夫斯基，目前，齐巴卡的支持率为 44%，穆尔科夫斯基为 43%，如果没有候选人获得多数票，将在 11 月 23 日以排名先后决定获胜者。众议院方面，共和党目前预计将赢得 213 个席位，而民主党的 194 个席位。从选票看，民主党在参众议院的结果都要好于前期的选情统计。

图 1：两党控制参议院可能性变化


数据来源：Fivethirtyeight、西南证券整理，截至当地时间 11 月 8 日

图 2：两党控制众议院可能性变化


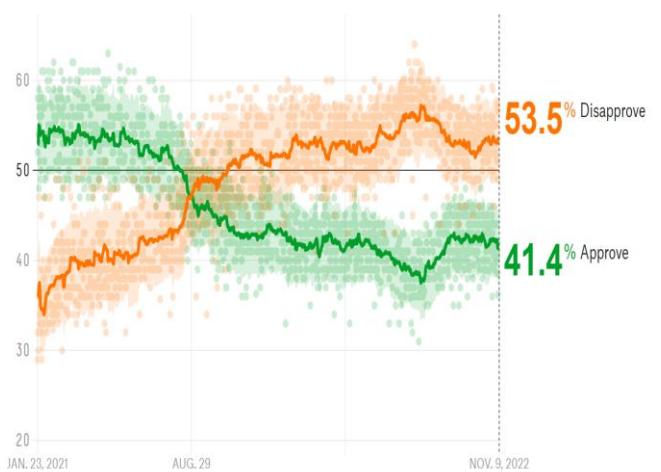
数据来源：Fivethirtyeight、西南证券整理，截至当地时间 11 月 8 日

1.2 执政两年，通胀是症结

从两年执政情况看，拜登在多方面改变之前特朗普政策，使其支持率下降的主要原因在于**通胀及安全方面的政策**。选民根据总统上任两年的政绩来在中期选举中改变自己的投票目标，因此中期选举相当于总统的“期中考试”。两年间，拜登在疫情防控、经济复苏、气候问题、移民及安全、医疗改革、教育等方面都有重要的政策发布。**疫情防控方面更多体现的是加分项**。拜登在就职当日签署有关于“在联邦财产（建筑和土地）内和跨州旅行时必须戴口罩的百日强制令”等行政命令（详见《蓝色浪潮下的“两个”美国，且看拜登“百日谈”》），并在执政第一年扩大了疫苗供应范围，包括为抗击新冠而制定的 1.9 万亿美元的美国救援计划（其中 1600 亿美元用于扩大疫苗生产和分销，1700 亿美元用于帮助学校安全重新开放，以及 250 亿美元用于儿童保育）。截至 2022 年 10 月 25 日，美国超过 2.66 亿人至少接种过一剂疫苗，每百人新冠疫苗接种量为 191.82 剂次。**经济复苏和创造就业方面更多体现积极作用**。2021 年 1 月 25 日，拜登签署了行政命令，拨款 4000 亿美元购买美国产品和服务，并在 4 年内追加 3000 亿美元用于研发等。医疗改革方面更多体现的是加分项，但损害了某些医药企业的利益。拜登降低《平价医疗法案》(ACA) 提供的保险保费，以扩大对更多中等收入家庭的覆盖范围，承诺增加联邦对于 Medicaid 的支持，并将 Medicare 资格降低至 60 岁。**气候变化方面体现两面性**。拜登曾明确表示将气候变化作为国家安全的优先项，采用新的 EPA 石油和天然气规则，暂停了北极地区的石油和天然气租赁，并撤销了 Keystone XL 输油管道许可证，重新加入了特朗普于 2017 年 6 月退出的《巴黎协定》，并承诺投资 2 万亿美元用于“清洁能源革命”，对天然气、石油、家庭取暖等征收新税。拜登的气候政策一方面明确了鼓励发展清洁能源，但另一方面也间接推高了能源成本及汽车卡车价格，进一步推高了通胀和家庭开支，并损害了传统能源企业的利益。此外，美国对于俄罗斯制裁，及对乌克兰援助也一定程度对通胀产生影响。**移民与安全方面更多体现负面效果**，拜登的提议扭转了特朗普的大部分移民政策，在他上任的第一天，他就取消了穆斯林和非洲国家的移民禁令。此外，停止边境墙的修建，承诺将每年接收难民人数从 2018 年的 22405 人的创纪录低点提高至 125000 人。对拜登支持率负面影响较大的是 2021 年 4 月宣布于 2021 年 9 月 11 日前撤回所有驻阿富汗美军，导致其支持率下降约 6 个百分点。但对枪支更严格的管制对于民主党有积极作用。此外，民主党对于堕胎法案和枪支法案的推进对于中期选举也起到积极作用，但主要体现在 6 至 9 月，四季度的作用边际减弱，10 月底佐治亚州选民最关心的问题中，堕胎排在靠后位置。

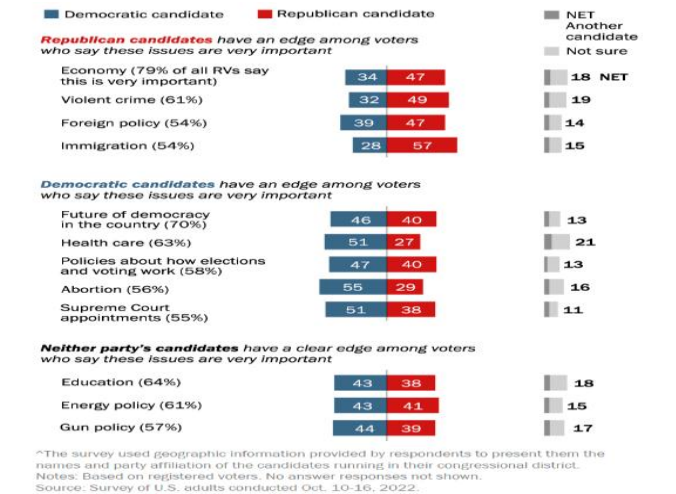
拜登支持率持续下降对于民主党中期选举形成一定拖累，控通胀症结难以解决。截至 11 月 9 日，拜登支持率由刚上任时的 53.3% 降至 41.4%，减少 11.9 个百分点，较同期特朗普时期低 1.1 个百分点，较同期奥巴马时期低 3.7 个百分点，较同期小布什时期低 20.7 个百分点，在历届总统中处于支持率较低的水平，也对中期选举民主党候选人造成一定负面影响。影响拜登支持率的主要原因之一为通胀问题，在新的盖洛普民意调查中，85% 的登记选民表示经济对他们的投票“极其重要”或“非常重要”；当地时间 10 月 30 日，据美国广播公司（ABC）和益普索（Ipsos）联合进行的一项民调显示，大约一半的美国人称经济或通货膨胀是他们给国会投票考虑的首要问题，26% 的受访者认为经济是决定投票最重要的因素，而 23% 的受访者认为通货膨胀是投票要考虑的首要因素。近四分之三的共和党人将这两个经济问题列为优先事项，29% 的民主党人认为这两个问题是值得优先考虑的。据全国数据显示，49% 的美国人将经济和通货膨胀结合在一起作为中期选举投票要考虑的首要问题。从政策看，为了争夺选票，拜登在 7 月后发布一系列与抗通胀相关的政策，拜登与美联储主席鲍威尔于 6 月初讨论抗通胀战略，希望向选民证明他对民众担忧汽油、杂货和其他价格上涨有所了解；当地时间 8 月 16 日，拜登签署《通胀削减法案》。拜登政府对于抗通胀的努力使其支持率在 7 月后有所上升，从 7 月 21 日 37.5% 的阶段性低点上升至 9 月 6 日 43%。但从成效看，虽然政策和美联储鹰派加息多重加持，美国通胀仍处于高位。9 月美国 PPI 数据意外环比提高 0.4%，打破了 7 月和 8 月连续负增长的局面，剔除食品、能源和贸易服务的核心 PPI 指数环比也上升了 0.4%，为 5 月以来的最大涨幅；9 月美国 CPI 同比增长 8.2%，超出预期 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增长 6.6%，同样略高于预期 0.1 个百分点，也超过前值 6.3% 的水平。总体来看，通胀问题仍是制约民主党在中期选举中取得较好表现的主要因素。基于此，近期部分民主党参议员将矛盾转移至美联储，担心美联储鹰派加息将引发经济衰退并打击就业，而共和党人则继续敦促美联储采取更多措施来控制通胀。当地时间 10 月 25 日，参议院银行委员会主席布朗（民主党）在给鲍威尔的信中指出，对于已经感受通胀压力的在职美国人来说，失业会让情况变得更糟。

图 3：拜登支持率变化



数据来源：Fivethirtyeight、西南证券整理

图 4：选民最关心的话题为经济和犯罪



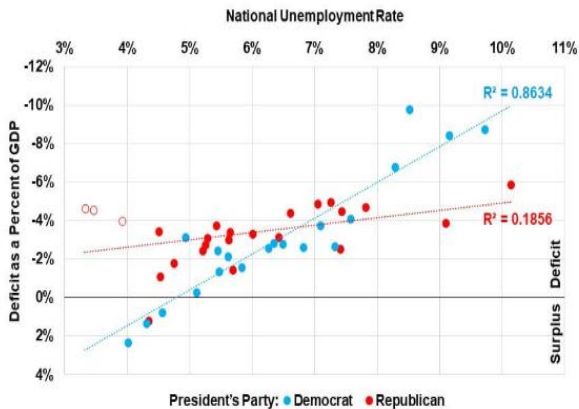
数据来源：PEW Research、西南证券整理，调查区间 10/10-10/16

2 “跛脚鸭”总统下的政策发展

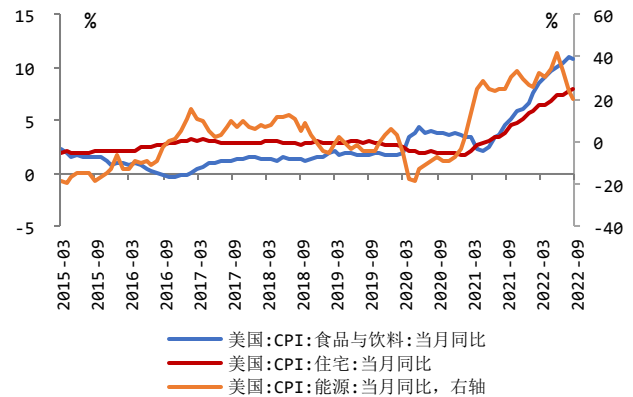
2022 年中期选举依然在凸显当下美国政治、社会两极分化加剧（详见《他赢了，美国赢了吗？》），且如果民主党失去参议院或众议院的控制权，总统的政策发布施行将有更大阻力。参考奥巴马的第二个任期，虽然他在 2012 年的总统选举中赢得连任，但 2014 年的中期选举参众两院都被共和党掌握，观察奥巴马的主要政策，大多是在第一任期头两年内实现的。此后几年间，受制于分裂的国会，奥巴马推进主要的政策议程的难度较大。对拜登而言，或同样出现政策推进难度加大的情况，且由于两极化及党内分化逐渐加剧也加剧了该情况，一旦各项政策无法顺利推行，也将导致拜登和民主党在 2024 年的总统大选中处于不利局面。在分裂政府下，预计将在经济尤其是能源政策、联邦支出及对外政策三方面产生较大变化，并影响资本市场走势。

经济政策方面，关注与能源、控通胀相关的政策变化。当地时间 9 月 23 日，美国会众议院共和党领袖麦卡锡在匹兹堡郊区举办的一场活动上，公布了共和党的中期选举议程，这份名为“对美国的承诺”（Commitment to America）的议程中列出了共和党将推动的优先事项，涉及经济、能源、犯罪，文化等多个领域，试图在中期选举之前团结共和党人并激发其选民，这也是麦卡锡本人竞选议长活动的核心。该议程对共和党后续施政重点作出提示，预计若共和党重掌众议院将大概率推翻拜登 8 月 16 日签署的《通胀削减法案》中的部分措施，如为国税局（IRS）增资并大幅增加工作人员、向家庭取暖征税等。与拜登在整体气候变化政策中对传统能源更不友好相比，共和党更支持传统能源生产，但会把矛头对准非耐用品如食品杂货的支出上来控制通胀。按此逻辑，拜登想要推行的提高石油、天然气公司的税率等措施将更加困难。当地时间 10 月末，拜登再次呼吁石油和天然气公司利用其超高利润提高产量从而降低居民用能成本，或用提高税率等方式来限制石油公司。拜登近期的表态一方面是为中期选举造势，另一方面也再一次明确其对于传统能源方面的态度。但如果共和党掌握两院或其中之一，拜登对于传统能源的政策推行将更加困难。众议院共和党人今年早些时候公布了一项能源和气候战略，促进石油和天然气、关键矿物的开采和水力发电。

经济政策方面，预计后续加息节奏及针对衰退的政策将有间接影响。虽然美联储政策不受政治因素直接影响，控通胀仍是民众最关心的问题，据皮尤研究所 10 月的调查数据，民众最关心食品和消费品（73% 对此非常关注）、汽油和能源（69%）以及住房成本（60%）三个方面。当下共和党对于加息更加支持，且更关注食品消费品方面。1953 年至 2020 年间，民主党执政时的平均通胀率为 3.35%，共和党执政的平均通胀率为 3.5%，相差不大，但当众议院和参议院由共和党人控制而总统是民主党人时，通货膨胀率平均比两院都受民主党控制时低约 2 个百分点。一般来说，分裂的政府对于控通胀是好事，美联储加息放缓的步伐或将更快。当地时间 11 月 2 日，美国联邦储备委员会宣布上调联邦基金利率目标区间 75 个基点，至 3.75-4.00% 区间，也为美联储连续第四次加息 75 个基点。美联储主席鲍威尔在随后新闻发布会上暗示加息节奏或放缓，但利率高点将更高，且利率在高位停留的时间将更长。此外，如果美国未来经济陷入衰退，两党支持的政策也不同，民主党更倾向运用逆周期政策，如利用财政工具等，但共和党更倾向于运用税收措施。从 1977 年至 2018 年不同党派执政期失业率与赤字间关系可以看出，当民主党执政时，失业率上升时赤字也会明显上升，而共和党执政时，赤字率与失业没有明显关系。总之，分裂的国会对美联储政策的影响会更小，但联邦基金利率的峰值或略低于民主党占多数席位，财政政策的变化或将更小。

图 5：民主党执政，失业率与赤字呈明显正相关关系


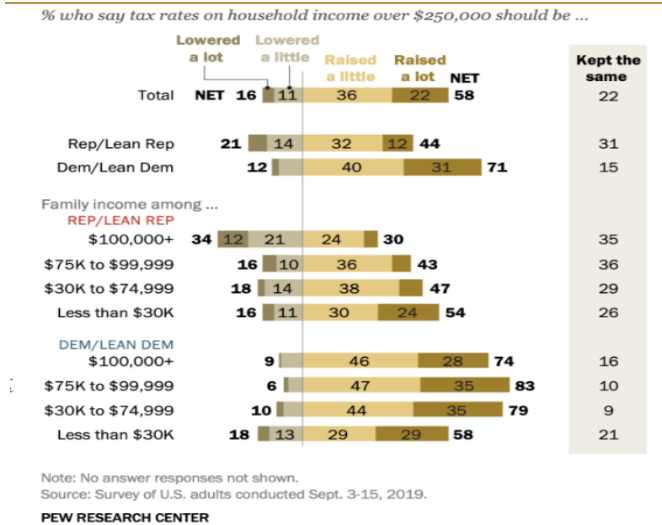
数据来源：美国国会预算办公室、PPI、西南证券整理

图 6：美国不同分项通胀变化


数据来源：Wind、西南证券整理

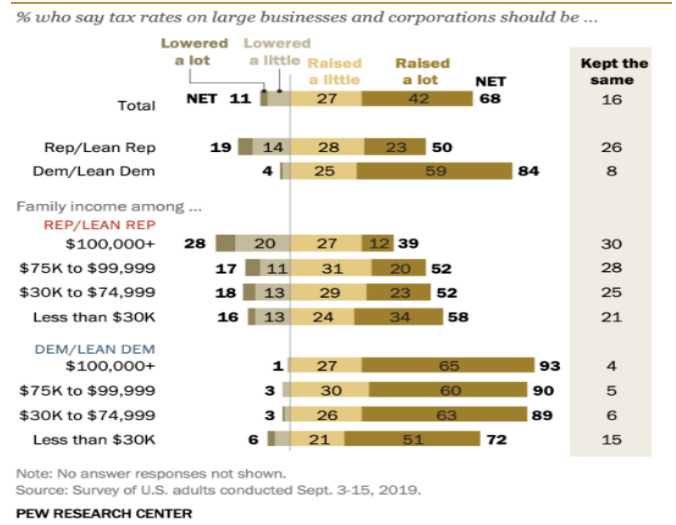
财政政策方面，共和党提倡削减财政开支，税收政策也可能有变化，调整债务上限或将更困难。共和党在众议院中占多数席位的可能性较大，众议院中设拨款委员会、筹款委员会等，财政拨款以及与税收相关的法案也必须众议院通过。首先，在联邦支出方面，共和党意图缩减的计划明显。10月初，参议院以微弱优势通过了联邦预算，但今年的预算之争还没有结束，最终预算仍需在11月的中期选举之后制定。近年拜登政府的大量财政支出，包括对半导体企业的支持，已经将支出推高了远超过允许的预算上限，将触发奥巴马时代的“现收现付法”（PAYGO），将要求国会超过年度支出限额的金额必须减少强制性支出。近年来，国会通过达成两党协议放弃其规则，设法摆脱了这些预算限制，但如果共和党在国会中话语权提高，执行该规则，预计将在2024年前削减超过1000亿美元的财政支出，如削减用于医疗补助、食品券和失业保险计划的部分费用，减少援助乌克兰的资金，缩减学生贷款支付等。10月，共和党领袖明确表示，将继续努力使民主党人同意削减社会安全金（Social Security）和美国联邦医疗保险（Medicare）。此外，共和党也可能利用提高债务上限来作为强制削减支出的手段，此策略共和党在2011年时对奥巴马政策运用成功。如果共和党在众议院主导，提高债务上限将很难在2023年三季度或四季度达成一致，如果不能谈妥，将导致政府停摆等问题。税收方面，共和党倾向特朗普时期的减税政策，降低对较富有的个人和企业的税收。虽然削减开支可以减少需求和通货膨胀，但降低税收会对控通胀起到反面对冲效果。特朗普时期对于企业减税措施其中有两项在去年年底到期，另一项将于明年档期，共和党正在推动延长这三项措施。据统计，如果延长这三项措施，将在10年内增加约6000亿美元的联邦赤字。

图 7：民主党更支持对富人加税



数据来源：Pewresearch、西南证券整理

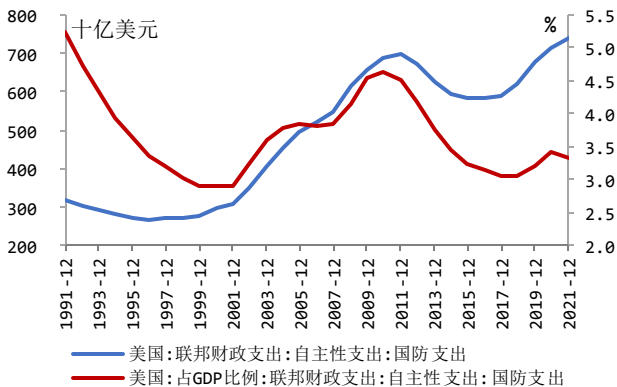
图 8：民主党更支持对公司加税



数据来源：Pewresearch、西南证券整理

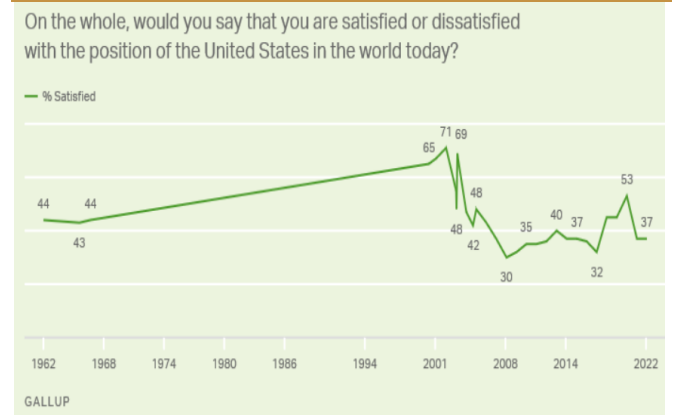
海外政策方面，总统在国内政策推行或受限的背景下，或将更多精力放在国家安全及海外政策上。根据 Gallup 的统计，约 70% 的受访者认为美国应该在国际事务中发挥领导或主要作用，截至目前，只有 37% 的受访者对美国在世界上的地位表示满意。海外政策方面，目前看共和党及民主党对于俄乌冲突的态度无明显差异，主要争论在于其对乌克兰提供支持方面，共和党倾向“美国优先”，对于海外的支持和援助预计将缩减。今年 5 月，美国国会通过了 400 亿美元的乌克兰援助计划，参议院有 11 名共和党人、众议院有 57 名共和党人投了反对票，另外 120 亿美元的援助被纳入 9 月通过的一项临时政府资金法案中。10 月，众议院外交事务委员会主席麦卡锡在采访中表示，削减援助的部分原因是，拜登政府忽视了被共和党人视为优先事项的国内问题，比如确保美国南部边境的安全。参考历史经验，1994 年中期选举前，克林顿政府将大部分政治资本用于国内举措，如医疗改革等，而美国的国防开支处于下滑趋势，而外交政策关注日本和中国，但没有采取明显举措。1994 年中期选举后，作为执政党的民主党在参众两院分别减少 10 和 54 席位，共和党在国会两院都占多数席位，克林顿在 94 年后将更多精力和政治资本集中在国家安全上，如对日本的政策。共和党控制的众议院还扭转了国防开支的削减，并使国防预算稳步上升。2010 年、2014 年，时任总统的奥巴马的中期选举前后发生了类似情况，奥巴马政府在 2011 年签署了跨太平洋伙伴关系框架协议（TPP），国防支出同样处于上行趋势。此外，国会的变化也将对跨大西洋关系产生影响。

图 9：美国国防支出持续上升



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：美国民众对美国在世界地位的看法

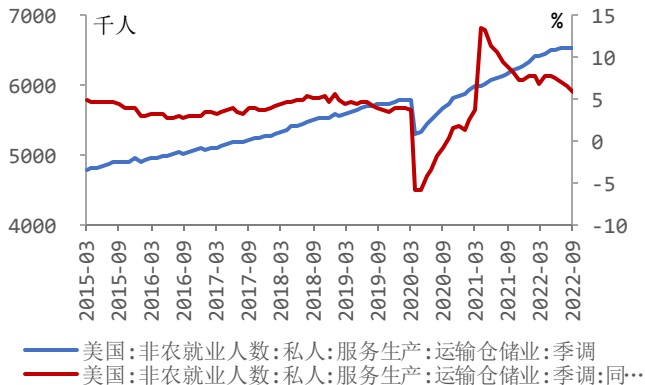


数据来源：Gallup、西南证券整理

3 对于我国及大类资产的影响

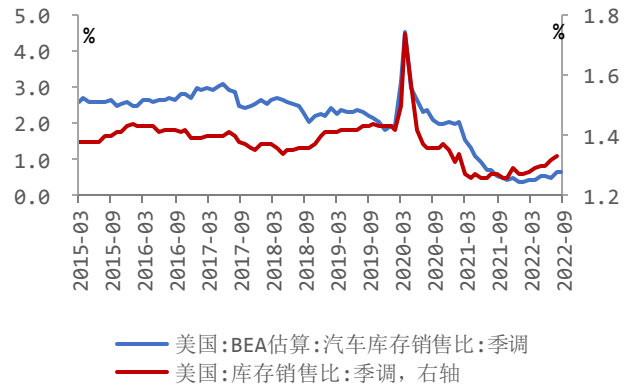
与未来可能在经济及安全方面采取的政策一脉相承，美国后续也将加强对于其国内供应链的建设，对于我国来说将产生间接影响。从政策的发布看，疫情后美国致力于重塑供应链。2021年6月，美国白宫发布的《构建弹性供应链、重振美国制造业及促进广泛增长》评估报告指出，在半导体、电池、原材料和药品等四大领域，美国制造业整体产能不足；2021年11月，美国国会通过了《两党基础设施投资和就业法案》，计划在2022财年到2026财年的五年内提供9730亿美元资金，其中包括5500亿美元的新投资，用于交通、水、电力和能源、环境修复、公共土地、宽带和复原力；2022年2月，美国7个政府机构发布报告，识别了美国一些最重要产品的供应链中存在的弱点，并各自制定了多年战略来解决这些薄弱环节，制定振兴美国制造业和确保关键供应链安全的计划。从数据看，2022年美国交通网络运力有所增强，运输部门的就业增加明显，2022年9月美国运输仓储业就业人数达到652.87万人，处于历史高位，同比增长5.82%，增速也高于疫情前的平均水平。从库存看，8月美国库存销售比为1.33，较疫情前的平均水平更低，但近几个月一直处于上升态势。根据世贸组织发布的《2021年全球价值链发展报告》，全球产业链参与度在2018年后处于明显下降趋势。展望未来，美国可能从三方面加强其供应链建设。其一，继续储备关键环节材料，从库存数据看，疫情后快速增长态势明显，未来对如关键矿物材料、计算机设备、电动汽车、医疗设备等制造业中上游原料和材料将继续将强储备。其二，增加供应商渠道，因为防疫政策的不同，各国受疫情打击程度不同，而对于单一国家供应商更依赖的国家在未来更有可能扩大进货基础。美国从我国进口设备和材料的占比在近几年处于下降趋势，疫情间有所恢复，但今年又回归到下降区间。其三，鼓励生产回流，与特朗普时期不同，如今重塑供应链不以制造业回流为最主要目标，但仍鼓励制造业回落到美国国内。基于美国可能采取的策略，我国对于供应链方面的布局也将有所加强。在《守正致远，新征程的六大看点——“二十大”开幕式报告解读》中，我们指出新安全格局将突出供应链、国防及网络三个方面，其中供应链安全与大宗商品保供稳价、先进制造业发展息息相关。关键原材料、先进制造业相关、军工上游尤其是新材料相关，中游高端装备将延续高速发展态势。

图 11：美国运输仓储业就业人数持续增多



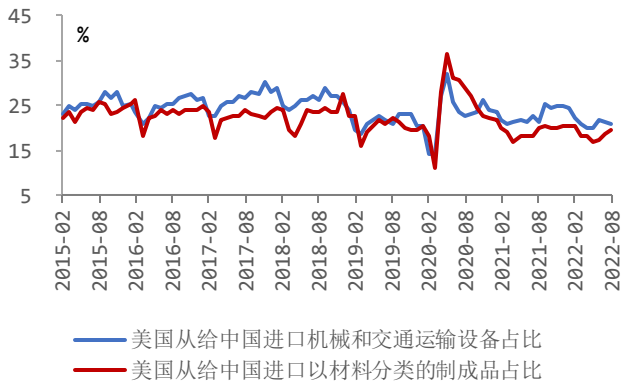
数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：今年美国库存销售比提升



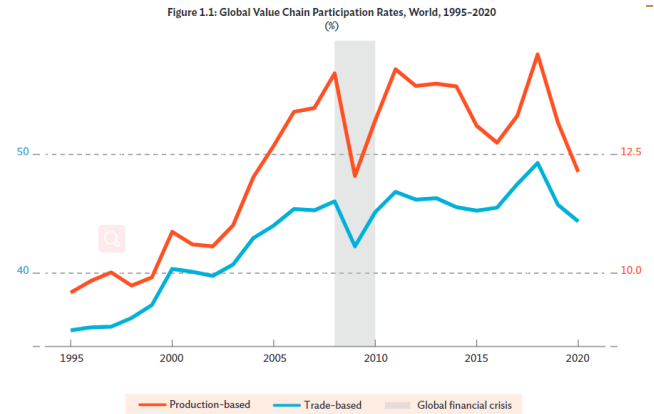
数据来源：Wind、西南证券整理

图 13：美国从中国进口设备仍处于下降态势



数据来源：Wind、西南证券整理

图 14：全球供应链参与度下降



数据来源：WTO、西南证券整理

对大类资产来说，本次中期选举的结果可能利好美股和黄金，但对于美元偏谨慎，我国资本市场受影响有限。从历史经验看，1958 年至今，分裂的国会更利好美股市场的表现，美国股市的平均年收益为 12.9%，相比之下，当民主党总统控制两院时，增幅为 6.7%。一般来说，在分裂的政府下，由于政策施行的更加缓和，对于资本市场的影响可能更加积极。但不同时期政治因素对于资本市场的影响不同，不能根据历史经验一概而论。对于本次中期选举来说，首先在拜登上任时，两党分化较大，参议院中民主党也仅以微弱优势取胜，即使民主党掌握两院，政策推行上仍有一些阻力；其次，今年的美国资本市场的主导因素是美国通胀走势和美联储政策，未来加息节奏放缓的程度及通胀回落节奏仍是影响资本市场最重要的因素之一。在前面的分析中，我们指出若共和党在参议院或众议院中占多数席位，美联储加息放缓节奏可能更快，将对于美股市场形成利好，利空美元，此外黄金也将受到驱动。共和党掌握国会两院或仅掌握众议院对于资本市场及我国的影响不同。在共和党仅在众议院中占多数席位的情况下，对于市场的影响较小，在这种情况下，两党之间的制衡和博弈加大，一些较重大的立法短期通过的概率较小，如提高个人或公司所得税等，但财政支出方案通过的节奏也将放慢。而如果共和党掌握国会两院，这种对于市场的影响将更大，这就意味着民主党立法议程上的许多关键项目可能无法通过国会，如增税、对科技公司的立法、化石燃料法规以及有关气候或环境的进一步法案都可能被搁置。所以在两种不同情况下，因为政策的差异，对于美股不同板块，如传统能源、科技、医药等的影响将不尽相同。此外，后者情况对于我国资本市场的影响预计将较前者更大。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn