



策略主题研究：美国中期选举临近，如何调整资产配置？

下半年以来，流动性预期收紧，AI 叙事出现变动，全球资产震荡加剧。美国中期选举临近，将增加政策预期、财政路径与市场情绪的不确定性。本篇报告系统性复盘了 1978 年以来历次中期选举前后大类资产的表现，并重点回顾与当前基准情形最为相似的 2018 年，通过复盘与三种国会情景解析，希望为下半年市场走势与大类资产配置带来参考与启示。

- **中期选举对大类资产的短期影响有限。**复盘过往 12 次美国中期选举，大部分资产在选后一周涨跌互现，确定性信号往往要到选后三个月才逐步显现，反映资产走势仍由经济和企业增长、通胀水平、财政与货币政策等因素主导。具体来看，通常，美股在选后走强，纳指弹性最大，科技成长相对领先；衡量市场波动的 VIX 指数在选前升高，选后趋于回落；长端美债较短端美债表现更佳，美元指数在选后转弱，黄金避险属性在选后逐步显现，原油表现较弱。
- **三种国会情景下解析资产价格变动：**我们将 12 次样本划分为分裂国会、统一政府与反对党控两院三种情景，并分别进行回测。从选后三个月的绝对回报上看，分裂国会情景下大宗商品>美股>美债>美元；统一政府情景下大宗商品>美股>美债>美元；反对党控两院情景下美股>美债>美元>大宗商品。当前，国会分裂是市场和我们的基准情形。
- **如果国会分裂，预计大类资产表现排序为：债券>贵金属>美股>美元。**这个判断与历史回测的差异在于美债排序前移，因当前美股估值偏高，长债利率高企或限制美股选后修复空间，而债券受益于国会分裂将制约特朗普减税等政策推进，市场对财政支出预期下降，赤字扩张减速。贵金属方面，黄金和白银将受益于美元走弱和避险需求走强，但原油在政策干预预期下可能会承压。随着中期选举不确定性消退，美股有望短期修复，但关税和移民等政策仍具延续性，修复幅度可能有限。
- **2018 年的经验对当下有一定参照意义，但情况也存在不少差异。**2018 年中期选举后，美股大幅波动，美债、黄金等避险效果凸显，特朗普政策受益板块表现落后，反映出政策红利并不是美股反弹的关键因素。今年中期选举前后的资产交易逻辑仍可参考分裂国会与选后修复方向，但目前金融环境偏紧，美联储政策转向空间更小，美股估值明显高于 2018 年中期选举，市场对关税博弈的定价较充分，反弹幅度将受到抑制。我们预计下半年美股波动将加剧，布局上，AI 主线可聚焦盈利兑现能力，并适当增配银行、消费、医疗健康等非 AI 板块。
- **港股对中期选举结果相对敏感，但 A 股受到的影响或有限。**我们发现港股与美股的联动性较强且在中期选举后逐步走强，A 股则受中期选举影响有限，美元兑人民币变动不大。目前，中国市场相对全球市场仍有估值优势，但需留意港股作为离岸市场对美债利率和美元流动性高度敏感，近期美债长端利率异常上行可能对估值形成一定的负面影响。在下半年投资布局上，仍可采用 C.A.S.T. 框架杠铃策略，同时布局防御端和成长端，在攻守平衡中捕捉结构性机会。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026 年 8 月 21 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

投资策略

美国中期选举临近，如何调整资产配置？

目录

2026 年美国中期选举现状	5
历届美国中期选举前后大类资产表现回顾	6
三种情景解析美国中期选举前后市场将如何演绎	9
• 情景一、国会分裂（参众两院分别由不同政党占多数）	9
• 情景二、统一政府（总统所在党同时掌控参众两院）	11
• 情景三、反对党控两院（反对党同时控制参众两院）	12
特朗普上一任期 2018 年中期选举的复盘和启示	15
美国中期选举对中国市场短期影响有限	18

图表目录

图表 1：十年期美债 vs 标普 500 指数市盈率	4
图表 2：中期选举年 8-10 月波动度明显高于其他非中期选举年份	4
图表 3：Real Clear Politics 调查显示，民主党在国会普选票上的支持率持续领先共和党	5
图表 4：Polymarket 调查预测中期选举最可能出现的结果或是民主党控制两院和分裂国会	5
图表 5：1978 年至今历届美国中期选举情况概览	6
图表 6：1978 年至今历届美国中期选举前后大类资产表现	7
图表 7：1978 年至今历届美国中期选举前后中美股市行业轮动和风格切换	8
图表 8：历届美国中期选举出现国会分裂的情景前后各类资产走势	10
图表 9：历届美国中期选举出现国会分裂的情景前后主要美元资产走势	10
图表 10：历届美国中期选举出现统一政府的情景前后各类资产走势	11
图表 11：历届美国中期选举出现统一政府的情景前后主要美元资产走势	12
图表 12：历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后各类资产走势	13
图表 13：历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后主要美元资产走势	13
图表 14：中期选举结果的三种情形对美国各项政策的影响	14
图表 15：特朗普上一任期期间，美股、美债、美元和黄金的走势	15
图表 16：在特朗普 2016 年赢得总统选举后四年期间，其政策受益板块并未领涨	16
图表 17：7 月美联储会议后延续加息预期	16
图表 18：油价仍未回落至中东冲突前水平	16
图表 19：标普 500 指数前瞻市盈率	17
图表 20：纳斯达克指数前瞻市盈率	17
图表 21：中国股指与美股和美元在中选前后的联动性（Pearson 相关系数）	18
图表 22：恒生指数前瞻市盈率	19
图表 23：沪深 300 指数前瞻市盈率	19

美国中期选举临近，如何调整资产配置？

下半年以来，全球大类资产正经历一轮明显的震荡与再定价。美股在经历了2026年上半年的强劲上行之后波动显著加剧，AI叙事也发生了变化，转向对盈利兑现节奏与资本开支回报的重新审视。同时，在美联储由“何时降息”转向“是否加息”的鹰派预期之下，美债利率在高位徘徊，“股债跷跷板”效应有所减弱。黄金受避险需求与各国央行结构性配置需求支撑而维持强势，原油则因中东地缘冲突的反复而大幅波动。尽管近期市场在超跌之后开启了技术性反弹，但我们认为，本轮反弹更多源于情绪层面的修复，市场所面临的不确定性并未真正消退。

11月美国中期选举将给政策预期、财政路径与市场情绪等带来不确定性。因此，在现在这个时点重新审视和调整我们的投资策略尤为重要。在本篇报告，我们首先系统性复盘1978年以来历届美国中期选举前后主要大类资产的历史表现，并分别按照国会选举三种情景加以解析。在此基础上，我们重点回顾了2018年特朗普任期中期选举后资产价格的变动，并针对中国市场表现展开跨维度的深度拆解。通过这些复盘和分析，我们希望能为下半年市场走势和大类资产配置带来有价值的参考与启示。

综合来看，主要大类资产受中期选举短期影响有限。复盘过往12次中期选举，大部分资产在选后一周涨跌互现，确定性信号往往出现在选后三个月，其驱动力更多来自经济和企业增长、通胀水平、财政与货币政策等基本面因素。美股在选后逐步走强，纳指弹性最大，衡量市场波动的VIX指数在选后趋于回落。长端美债选后表现优于短端美债，美元指数在选后由强转弱，黄金避险属性在选后中段逐步显现，但原油表现较弱。板块与风格上美股科技成长股相对领先。

如果国会分裂，大类资产表现排序预计为债券>贵金属>美股>美元。根据我们的首席宏观分析师金晓雯[分析](#)，分裂国会的可能性（50%）或仍略高于民主党同时控制两院（32%），以及共和党同时控制两院（可能性：12%）。因此，在国会分裂的基准情景下，特朗普主张的部分政策将难以推进，市场对大规模财政支出的预期下降，赤字扩张速度放缓，十年期美国国债收益率趋于下行，债券价格受到支撑。大宗商品上，黄金和白银等贵金属有望受益于美元走弱和不确定性对冲需求。但如果特朗普政府通过掌控能源资源压低油价，原油的表现可能会承压。随着中期选举不确定性消退，美股有望短期修复，但关税和移民等政策仍具延续性，修复幅度可能有限。因此，下半年大类资产配置上，我们相对看好短端美国国债，对长端国债保持谨慎，可逢低增配置黄金，美股在AI主线之外可增加非AI板块的布局。

2018 年的经验对当下有一定参照意义，但情况也存在不少差异。与 2018 年中期选举类似，今年同样以分裂国会为基准情形，并面临减税立法受阻、关税政策延续的情况。2018 年中期选举后，美股大幅波动，美债、黄金等避险效果凸显，特朗普政策受益板块表现落后，反映出政策红利并不是导致美股反弹的关键因素。今年中期选举前后的资产交易逻辑仍可参考分裂国会与选后修复方向，但目前流动性预期和金融环境偏紧，美联储政策转向空间相对更小，美股估值明显高于 2018 年中期选举，市场对关税博弈的定价较充分，反弹幅度将受到抑制。

我们预计下半年美股的波动将加大。美联储主席沃什取消了利率前瞻指引，且市场紧盯油价及 AI 对通胀的影响，因此无论美联储意外加息还是“按兵不动”都可能引发市场震荡。近期，美债长端利率异常上行，对市场的压制可能会超过企业盈利的支撑，而美股在偏高的估值与集中度下或尚未充分反映这一压力（图表 1）。另外，需留意美股波动率往往在中选前的 8 月至 10 月攀升，VIX 指数平均上升 16%（均值为 22.7），明显高于其他非中期选举年份的 12.7%（均值为 19.6）（图表 2）。在下半年市场震荡加剧的情况下，布局上 AI 主线可聚焦盈利兑现能力，并适当增配银行、消费、医疗健康等非 AI 板块。

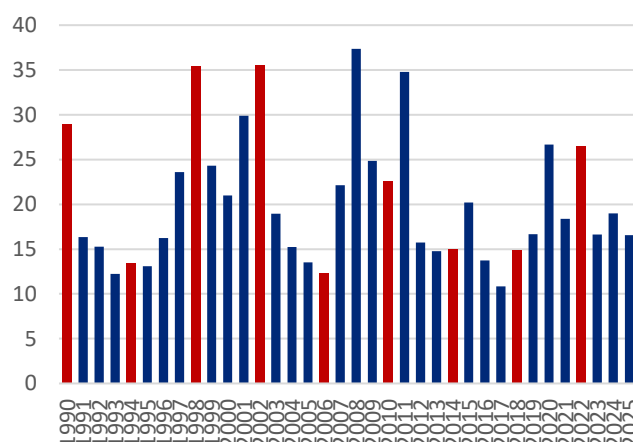
图表 1：十年期美债 vs 标普 500 指数市盈率



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：中期选举年 8-10 月波动度明显高于其他非中期选举年份



注：红色柱子为中期选举年，蓝色柱子为其他非中期选举年份。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

港股对中期选举结果相对敏感，但 A 股受到的影响有限。我们发现港股与美股的联动性较强且在中选后逐步走强，A 股受中选影响有限，美元兑人民币变动不大。如果中期选举结果强化市场对贸易摩擦与科技限制的担忧，短期对风险偏好的影响偏负面，离岸股市（港股和中概股）的波动或将加大，而 A 股资金盘稳定、流动性充裕，往往更具韧性。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场估值上的相对优势较为明显，但需留意港股作为离岸市场对美债利率和美元流动性高度敏感，近期美债长端利率异常上行可能对估值形成一定的负面影响。在下半年投资布局上，我们建议仍可采用 C.A.S.T. 框架杠铃策略，同时布局防御端和成长端，在攻守平衡中捕捉结构性机会。

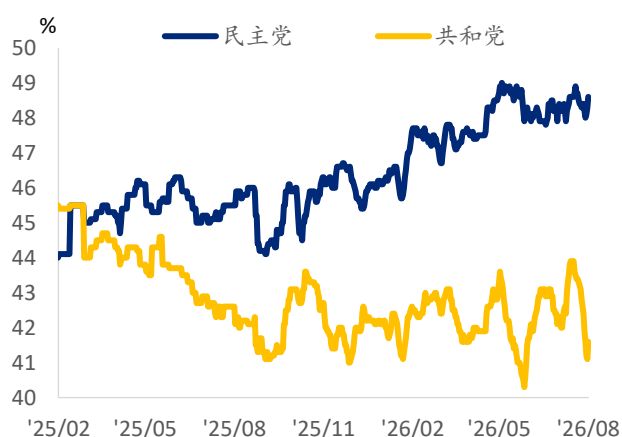
2026 年美国中期选举现状

当前特朗普支持率下滑,国会分裂或是当前民调基准情形。截至8月19日,根据 RealClearPolitics 最新民调平均值,民主党和共和党在国会普选票上的支持率分别为 48.6%和 41.6%,民主党领先 7 个百分点,差距较近期峰值 5 月 28 日 8.1 个百分点有所缩小(图表 3)。整体而言,民主党的普选票优势较二季度高点有所收窄,但近期出现企稳甚至小幅反弹的迹象。从历史经验看,5 个百分点左右的普选票差距通常对应执政党在中期选举中的明显失利。较低的总统支持率以及民主党在国会普选票上的领先,为民主党在摇摆众议院选区竞争中提供有利条件,但这不足以单独决定参议院结果。

参议院共和党优势明显收窄,众议院是民主党最有可能取得突破的环节。目前参议院有 53 名共和党人、45 名民主党人以及 2 名独立人士。今年 11 月将有 35 个席位进行改选(含佛罗里达州和俄亥俄州的特别选举),其中 23 个目前由共和党人占据,民主党需要净增加 4 席才能重新获得多数。虽然全国政治环境有利于民主党,但是其仍需在多个关键摇摆州同时获胜,才能拿下参议院,难度不可小觑。众议院席位结构为共和党 218 席、民主党 212 席、空缺 5 席,共和党仅保持极小多数。当前市场数据显示,民主党赢得众议院控制权概率明显高于共和党。本次中期选举众议院民主党胜率明显高于共和党守住众议院的概率。

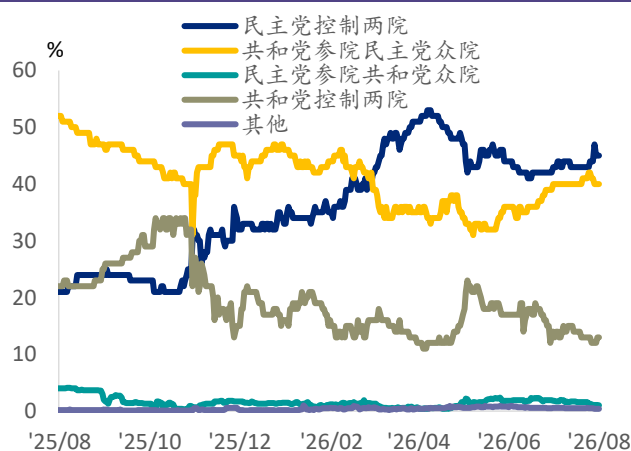
形成“共和党保住参议院、民主党夺回众议院”的分裂国会情形的可能性较大。该情景符合当前美国全国政治环境与选举结构:民主党受益于总统支持率压力和全国选民倾向变化,而共和党则依靠参议院席位结构优势维持控制地位。尽管如此,Polymarket 的联合调查显示中期选举结束后,民主党控制两院的概率略高于共和党参议院、民主党众议院(图表 4)。

图表 3: Real Clear Politics 调查显示,民主党在国会普选票上的支持率持续领先共和党



资料来源: Bloomberg、Real Clear Politics、浦银国际

图表 4: Polymarket 调查预测中期选举最可能出现的结果或是民主党控制两院和分裂国会



资料来源: Bloomberg、Polymarket、浦银国际

历届美国中期选举前后大类资产表现回顾

为判断今年中期选举前后各类资产的走向，我们对 1978 年以来 12 次中期选举进行回测并分情景分析。具体来看，我们以每次中期选举投票日为锚点，对 1978 - 2022 年 12 次中期选举、8 个时间窗口下的资产价格与利率变动进行回测，并按中期选举后国会两院控制权归属划分三种情景（图表 5）。价格类样本覆盖 1978 年以来全部 12 次中期选举，时间窗口向前、向后各取四档：选前半年、选前 3 个月、选前 1 个月、选前 1 周；选后 7 天、选后 1 个月、选后 3 个月、选后半年。资产类别覆盖全球主要股指、中美市场风格与行业、主要国家十年期国债收益率、主要外汇以及主要大宗商品。根据选举结果所产生的新一届国会与总统党派组合，我们分开三种情景来解析（图表 5）。在 12 次样本中，执政党选后仍能同时守住两院的情形较少，仅有 2 次（1978 年、2002 年），失去两院控制权的情形合计达 10 次，其中包括有 4 次国会分裂的情形，以及 6 次反对党控制两院的情形。

图表 5：1978 年至今历届美国中期选举情况概览

中期选举日	总统	总统党派	众议院多数党	参议院多数党	情景归类
1978-11-07	吉米·卡特	民主党	民主党	民主党	情景 2_统一政府
1982-11-02	罗纳德·里根	共和党	民主党	共和党	情景 1_分裂国会
1986-11-04	罗纳德·里根	共和党	民主党	民主党	情景 3_反对党控两院
1990-11-06	乔治·H·W·布什	共和党	民主党	民主党	情景 3_反对党控两院
1994-11-08	比尔·克林顿	民主党	共和党	共和党	情景 3_反对党控两院
1998-11-03	比尔·克林顿	民主党	共和党	共和党	情景 3_反对党控两院
2002-11-05	乔治·W·布什	共和党	共和党	共和党	情景 2_统一政府
2006-11-07	乔治·W·布什	共和党	民主党	民主党	情景 3_反对党控两院
2010-11-02	贝拉克·奥巴马	民主党	共和党	民主党	情景 1_分裂国会
2014-11-04	贝拉克·奥巴马	民主党	共和党	共和党	情景 3_反对党控两院
2018-11-06	唐纳德·特朗普	共和党	民主党	共和党	情景 1_分裂国会
2022-11-08	乔·拜登	民主党	共和党	民主党	情景 1_分裂国会

资料来源：白宫、浦银国际

大类资产受选情短期影响有限，中期选举后三个月后才出现确定性信号。复盘过往 12 次中期选举，大部分资产在选后一周涨跌互现，确定性的信号往往出现在选后三个月，其驱动力更多来自经济和企业增长、通胀水平与财政与货币政策等基本面因素。美股在选后一个月、三个月与半年均录得正回报，呈现逐步走强的趋势，选后半年上涨概率接近 100%，其中纳指弹性最大。衡量市场波动的 VIX 指数则在选后趋于回落。美债方面，十年期收益率在选后一个月与三个月下行，2 年期收益率则大致走平，收益率曲线趋于平坦。美元指数在选后由强转弱，三个月与半年均呈现走弱态势。黄金则在选后三个月与半年内均上涨，避险属性在选后中段逐步显现。原油表现较弱，选后一个月与三个月均录得负回报，直到选后半年才转正（图表 6）。

图表 6：1978 年至今历届美国中期选举前后大类资产表现

资产分类	T-6M	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
全球主要股票指数										
标普 500 指数	0.7%	2.7%	3.8%	1.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.6%	5.7%	11.8%
纳斯达克指数	-1.6%	2.3%	3.7%	1.4%	0.2%	0.4%	1.8%	3.0%	10.4%	18.7%
道琼斯工业指数	1.7%	3.5%	4.6%	1.3%	0.3%	0.6%	0.5%	1.0%	4.4%	11.1%
罗素 2000 指数	-5.2%	1.9%	4.8%	1.8%	0.4%	0.5%	1.4%	1.7%	7.5%	13.7%
VIX 指数 (点)	3.8	-0.8	-2.2	-0.6	0.0	-0.6	-1.6	-1.1	-2.4	-5.3
MSCI 全球指数	-0.2%	1.4%	3.7%	0.8%	0.4%	0.2%	0.2%	1.1%	5.2%	12.3%
MSCI 新兴市场	-7.0%	-3.6%	3.3%	2.3%	0.1%	0.4%	0.3%	1.1%	3.1%	10.3%
MSCI 发达市场	-1.8%	-0.4%	3.6%	0.9%	0.5%	-0.1%	-0.2%	0.9%	5.3%	13.2%
欧洲斯托克 50	-7.4%	-2.7%	5.8%	1.8%	0.2%	0.4%	0.0%	0.6%	4.5%	10.7%
英国富时 100	-4.3%	-0.6%	3.5%	1.9%	0.1%	0.4%	0.3%	0.0%	3.8%	9.9%
日经 225	-3.8%	-2.2%	1.4%	1.2%	0.6%	0.0%	0.5%	2.6%	3.3%	8.9%
韩国 KOSPI	-0.9%	3.5%	5.2%	3.3%	0.1%	0.8%	0.0%	2.6%	3.9%	13.7%
MSCI 中国	-4.5%	2.6%	4.5%	4.7%	1.1%	0.0%	2.1%	0.0%	0.2%	6.5%
上证综指	6.5%	3.4%	1.9%	3.6%	0.9%	-0.2%	0.8%	1.2%	4.0%	21.5%
恒指	1.1%	1.5%	4.5%	1.4%	0.4%	0.0%	0.2%	-1.6%	3.9%	10.5%
纳斯达克中概股	-5.4%	-3.0%	2.2%	4.9%	0.1%	-0.8%	4.0%	7.6%	15.4%	19.1%
主要外汇										
美元指数	-1.4%	-0.7%	-0.6%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	-1.1%	-1.2%
欧元	2.3%	1.3%	0.6%	-0.3%	0.4%	-0.1%	-0.5%	0.0%	1.3%	1.3%
英镑	1.7%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	0.3%	1.3%
澳大利亚元	-1.9%	0.6%	1.3%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.6%	1.8%
日元	-2.2%	-0.6%	-1.2%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	-1.9%	-1.8%
人民币	3.2%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.4%	-0.1%	-0.1%
瑞典克朗	1.1%	0.9%	0.5%	0.3%	-0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	-0.3%	-0.3%
主要商品										
白银	1.6%	5.0%	2.4%	1.1%	0.5%	-0.6%	0.4%	1.2%	7.9%	18.8%
黄金	3.7%	4.0%	-0.1%	-0.2%	0.6%	-0.3%	-0.8%	0.1%	5.6%	6.4%
铜	-0.8%	1.3%	1.5%	0.5%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.3%	-1.7%	3.2%
原油	-10.0%	-7.0%	-6.5%	-1.5%	-1.3%	-0.5%	-4.0%	-8.0%	-5.1%	5.2%
主要国债收益率 (bps)										
十年期美国国债	-42.6	-15.2	4.2	0.6	-1.4	-0.4	-5.6	-13.8	-10.8	-6.7
十年期中国国债	-10.3	-7.1	-1.9	1.8	-0.4	-2.1	1.3	1.9	-2.6	6.4
十年期德国国债	-3.5	12.2	4.9	2.2	-2.2	-1.8	-6.1	-12.5	-15.0	-18.1
十年期英国国债	-16.3	1.5	-5.3	-0.6	-3.2	-0.6	-6.8	-21.6	-29.3	-18.4
十年期日本国债	-9.5	-16.7	-7.6	-1.2	0.1	-0.6	-0.6	-2.4	7.0	-18.8

注：基于 1978 年以来历届美国中期选举前后的数据。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

板块与风格上美股科技股、成长股相对领先。美股方面，信息技术、房地产与可选消费板块在选后三个月领先，能源板块表现落后。市场风格上，选后一个月至半年成长股明显跑赢价值股，小盘股小幅跑赢大盘股。中国市场方面，电信服务、医疗保健与原材料板块在选后三个月领先，公用事业、信息技术与工业板块相对落后。市场风格上，选后中期价值股相对成长股占优（图表 7）。

图表 7：1978 年至今历届美国中期选举前后中美股市行业轮动和风格切换

标普 500 行业	T-6M	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
可选消费	-4.0%	-0.1%	3.0%	0.5%	0.0%	0.2%	1.6%	2.4%	7.5%	14.4%
必选消费	4.1%	4.1%	5.2%	1.0%	0.5%	-0.3%	0.5%	0.9%	1.5%	6.3%
医疗保健	7.5%	6.0%	3.7%	1.1%	0.4%	0.2%	0.3%	2.0%	4.0%	9.8%
工业	-4.6%	0.1%	4.3%	1.8%	0.4%	0.2%	0.6%	1.0%	5.8%	11.8%
信息技术	0.8%	4.3%	7.3%	2.1%	0.2%	0.5%	2.6%	3.4%	11.0%	17.4%
原材料	-6.3%	-1.4%	2.7%	1.6%	0.5%	0.3%	1.1%	2.2%	4.9%	12.5%
房地产	0.7%	-0.7%	4.2%	0.4%	0.1%	0.2%	1.2%	3.9%	8.8%	7.8%
电信服务	2.1%	4.2%	3.8%	1.8%	0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	4.8%	9.0%
公用事业	-0.8%	1.8%	3.1%	1.2%	0.2%	0.2%	-1.1%	1.0%	1.6%	5.5%
金融	-5.6%	-1.6%	5.1%	2.3%	0.1%	0.2%	1.0%	1.5%	6.7%	11.8%
能源	-3.1%	2.0%	2.0%	1.3%	0.1%	-0.3%	-0.7%	-2.2%	-0.3%	7.1%
美股市场风格										
标普 500 指数	0.7%	2.7%	3.8%	1.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.6%	5.7%	11.8%
罗素 2000 指数	-5.2%	1.9%	4.8%	1.8%	0.4%	0.5%	1.4%	1.7%	7.5%	13.7%
美国成长股	1.3%	1.8%	3.3%	1.4%	0.2%	0.2%	0.8%	2.2%	7.4%	14.4%
美国价值股	-0.7%	2.6%	4.0%	1.9%	0.2%	0.2%	0.2%	1.3%	4.7%	10.6%
MSCI 中国行业	T-6M	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
必选消费	-9.0%	0.1%	2.0%	5.3%	1.5%	-0.1%	1.1%	-0.3%	3.6%	24.1%
可选消费	-7.8%	1.5%	2.8%	6.0%	0.3%	-0.1%	2.0%	3.4%	5.2%	10.0%
能源	-0.1%	1.8%	-0.5%	1.7%	0.0%	-0.2%	0.3%	1.1%	4.7%	12.7%
金融	-9.7%	-1.5%	4.3%	2.4%	1.0%	0.3%	3.3%	4.3%	5.4%	11.8%
医疗保健	-2.9%	4.3%	7.3%	6.2%	0.1%	0.1%	1.2%	-0.6%	7.1%	11.8%
工业	-5.3%	6.0%	5.5%	4.6%	1.6%	0.6%	1.6%	1.2%	3.1%	12.2%
信息技术	-11.3%	2.5%	4.9%	2.9%	0.2%	0.0%	0.3%	-1.6%	2.8%	6.2%
原材料	-9.0%	5.4%	9.6%	7.7%	3.5%	-0.8%	0.6%	1.6%	5.7%	21.7%
电信服务	3.2%	3.2%	1.0%	4.9%	-0.3%	-1.3%	4.3%	5.4%	14.8%	12.2%
公用事业	-5.2%	4.3%	6.7%	3.5%	1.6%	0.3%	1.8%	0.8%	1.9%	11.8%
房地产	-31.5%	-13.9%	-10.2%	7.7%	-2.1%	1.2%	13.3%	20.4%	29.0%	26.6%
中国市场风格										
MSCI 中国成长	-5.5%	4.0%	5.2%	5.5%	0.0%	-0.2%	2.1%	3.1%	3.4%	8.2%
MSCI 中国价值	-7.0%	3.8%	5.1%	4.9%	1.6%	0.2%	2.3%	2.7%	5.0%	15.3%
沪深 300 指数	5.7%	5.2%	3.3%	3.9%	0.1%	-0.8%	0.1%	4.2%	14.1%	39.6%
上证 1000 指数	17.0%	8.5%	2.5%	4.9%	-0.6%	-0.4%	0.7%	2.3%	7.0%	47.6%

注：基于 1978 年以来历届美国中期选举前后的数据。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

三种情景解析美国中期选举前后市场将如何演绎

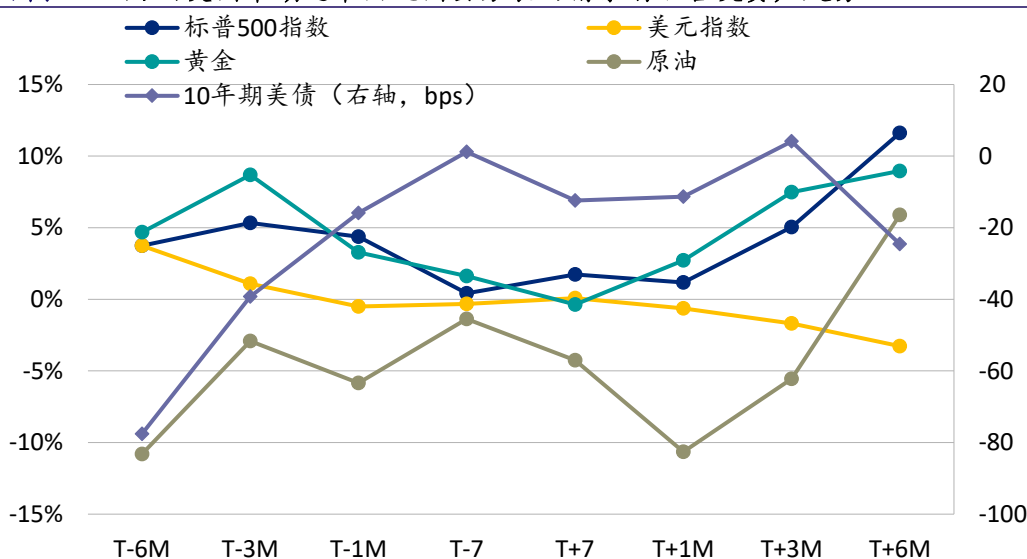
正如上述分析，大类资产受选情短期影响有限，中期选举后三个月后才出现确定性信号，其驱动力更多来自经济和企业增长、通胀水平、财政与货币政策等基本面因素。根据我们的首席宏观分析师金晓雯[分析](#)，每一种中期选举结果对美国各项政策的影响各异（图表 14），她认为分裂国会的可能性（50%）或仍略高于民主党同时控制两院（32%），以及共和党同时控制两院（可能性：12%）。因此，我们把国会中期选举情况分为三种，并对不同情景下美股、美债、美元、黄金等主要大类资产的表现进行回测，最后结合当前环境对不同情景下的大类资产走势进行预判。

● 情景一、国会分裂（参众两院分别由不同政党占多数）

过往这种情况下，中期选举结束后三个月内：大宗商品>美股>美债>美元。复盘 1982 年、2010 年、2018 年和 2022 年，中期选举结束后三个月内，主要资产类别的绝对回报为大宗商品中的贵金属领先，美股走强，美债收益率大致持平，美元走弱，原油最弱。就核心资产的走势而言，标普 500 指数在中期选举前后表现较佳，尤其在选后三个月与半年表现强劲，平均分别上涨约 5.0%与 11.6%。衡量市场波动的 VIX 指数在中期选举后趋于走低，反映风险偏好提升。美元指数在中期选举前一个月内变动不大，但在选后三个月与半年逐步走弱。十年期美债收益率在中期选举前一周略有上升，选后短线小幅波动，随后呈现下行趋势。大宗商品方面，黄金与白银在中期选举前后表现突出，但原油在中期选举前后三个月呈下跌趋势，在选后半年才有所回升（图表 8-9）。

本次大类资产表现或与历史回测不同，预计美债>贵金属>美股>美元。根据最新的民调，分裂国会发生的概率较高，众议院转为民主党控制、参议院仍由共和党把持，是当前市场的基准假设。结合当前环境，我们预计大类资产的表现可能与历史回测有所差异。债券方面，国会分裂将使特朗普主张的部分政策难以推进，市场对大规模财政支出的预期下降，赤字扩张速度放缓，十年期国债收益率趋于下行，债券价格受到支撑。大宗商品方面，黄金和白银等贵金属有望受益于美元走弱和不确定性对冲需求。但是，如果特朗普政府通过掌控能源资源压低油价，原油的表现可能会承压。随着中期选举的不确定性落地，VIX 指数回落，选后短期利于美股的修复。然而，一些对美股影响中性偏负面的政策所受阻力较小，例如对外加征关税与收紧移民。尽管两党对此存在分歧，但关税更多依赖行政授权，当前已由 Section 122 的 10% 统一关税转向 Section 301 调查，受国会掣肘较小，仍有较大延续可能。值得注意的是，历史回测中股票的绝对回报优于债券，但当前美股估值偏高，近期长债利率异常上行，或抑制美股的修复幅度，因此我们把美债的前瞻排序置于美股之前。从板块看，若关税延续，消费、零售与农业等板块可能承压，而两党分歧较大的能源政策则可能对传统能源板块形成一定利空。

图表 8：历届美国中期选举出现国会分裂的情景前后各类资产走势



注：基于 1982 年、2010 年、2018 年和 2022 年美国中期选举前后的数据。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：历届美国中期选举出现国会分裂的情景前后主要美元资产走势

资产分类	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
标普 500 指数	5.3%	4.4%	0.4%	0.9%	1.1%	1.7%	1.2%	5.0%	11.6%
纳斯达克指数	4.4%	4.1%	0.5%	0.9%	0.7%	2.7%	3.0%	8.7%	18.0%
道琼斯工业指数	7.7%	6.5%	1.1%	1.0%	1.2%	1.0%	0.5%	3.3%	9.2%
罗素 2000 指数	5.7%	5.7%	1.4%	1.1%	0.5%	2.1%	2.1%	8.0%	13.5%
VIX 指数	4.2	-0.6	-0.6	0.3	-1.7	-1.5	-1.4	-4.9	-6.2
美元指数	1.1%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	0.1%	0.1%	-0.6%	-1.7%	-3.3%
白银	21.1%	11.0%	4.4%	1.1%	-0.1%	0.5%	5.0%	14.6%	28.4%
黄金	8.7%	3.3%	1.6%	0.7%	-0.5%	-0.4%	2.7%	7.5%	9.0%
铜	5.2%	4.2%	2.5%	1.3%	-0.6%	1.5%	2.5%	9.5%	5.5%
原油	-2.9%	-5.8%	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-4.3%	-10.7%	-5.5%	5.9%
十年期美国国债	-39.3	-15.9	1.1	-2.5	-3.5	-12.4	-11.3	4.1	-24.6
两年期美国国债	-40.6	-1.4	4	-1.3	-2.2	-2.6	-2.6	-7.3	-35.5

注：基于 1982 年、2010 年、2018 年和 2022 年美国中期选举前后的数据。VIX 变动为点位变动，债券变动为基点（bps）。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

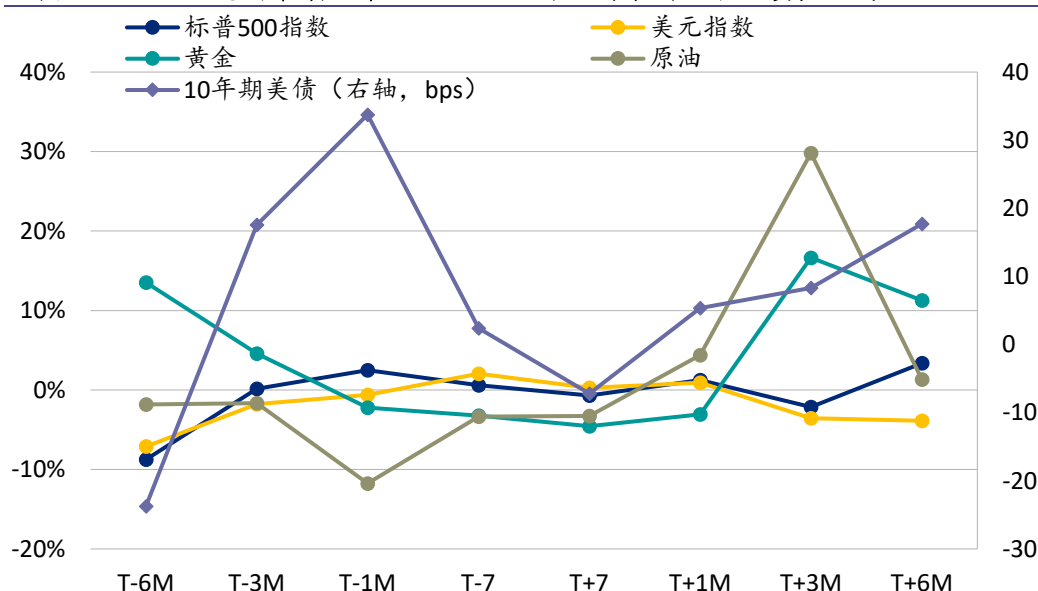
● 情景二、统一政府（总统所在党同时掌控参众两院）

这一情形在历史上仅出现两次，即 1978 年与 2002 年，样本较小，相关结论只能作方向性参考。

过往这种情况下，中期选举结束后三个月内：大宗商品>美股>美债>美元。复盘这两次经历（即 1978 年、2002 年），中期选举结束后三个月内，大宗商品的表現最为突出，黄金与白银平均上涨超 15%，而美股短线表现偏弱，标普 500 指数选后三个月平均下跌约 2.2%，直至选后半年才小幅转正。美债相对承压，十年期美债收益率在选后三个月与半年均上行，债券价格走低。美元指数同样偏弱，选后三个月与半年持续回落。整体来看，统一政府情景下大宗商品表现占优、股债走势均偏弱、美元走软。值得注意的是，由于样本数量较少，这一结论的置信度明显低于其他两种情景（图表 10-11）。

如本届选举出现这个情况，大宗商品或占优，但股、债、美元或偏弱。若共和党在本届中期选举中保住参众两院，联邦政府将维持统一格局。根据最新选情，这一情形发生的概率相对较低。但如果兑现，特朗普的减税与放松监管等政策有望顺利推进，短期内或提振风险偏好，利好美股走势，但当前美股的估值已处历史偏高水平，进一步扩张空间或有限，且政策红利对基本面的传导仍需时日，持续性存疑。此外，更大规模的减税政策、关税政策延续，加上供应链受地缘冲突持续扰动，可能抬升通胀与财政赤字预期，使长端美债承压，美债收益率上行，美元指数走弱，从而利好大宗商品的相对表现。

图表 10：历届美国中期选举出现统一政府的情景前后各类资产走势



注：基于 1978 年和 2002 年美国中期选举前后的数据。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：历届美国中期选举出现统一政府的情景前后主要美元资产走势

资产分类	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
标普 500 指数	0.2%	2.5%	0.6%	-0.3%	0.8%	-0.7%	1.2%	-2.2%	3.4%
纳斯达克指数	1.4%	3.6%	1.6%	-0.8%	0.7%	0.1%	2.9%	0.9%	11.5%
道琼斯工业指数	-0.9%	3.1%	1.0%	-0.3%	1.0%	-1.2%	0.7%	-3.0%	1.2%
罗素 2000 指数	5.2%	10.9%	3.6%	-0.2%	1.7%	0.0%	2.2%	-5.0%	6.1%
VIX 指数	-13.9	-8.2	1.2	0.4	-0.5	-2.6	-1.1	1.8	-10.1
美元指数	-1.8%	-0.6%	2.0%	-0.1%	-0.6%	0.3%	0.9%	-3.6%	-3.9%
白银	1.0%	0.2%	-1.2%	0.4%	0.2%	-0.7%	1.6%	15.2%	21.8%
黄金	4.6%	-2.2%	-3.2%	1.4%	0.6%	-4.6%	-3.1%	16.6%	11.3%
铜	7.7%	9.2%	2.3%	-0.6%	0.6%	-1.1%	3.1%	8.1%	0.6%
原油	-1.7%	-11.7%	-3.4%	-3.0%	-1.4%	-3.3%	4.4%	29.8%	1.3%
十年美国国债	17.6	33.8	2.4	1.3	-1.3	-7.2	5.4	8.3	17.7
两年期美国国债	59.7	39.2	8.0	1.6	2.8	-8.5	10.8	5.3	8.9

注：基于 1978 年和 2002 年美国中期选举前后的数据。VIX 变动为点位变动，债券变动为基点（bps）。

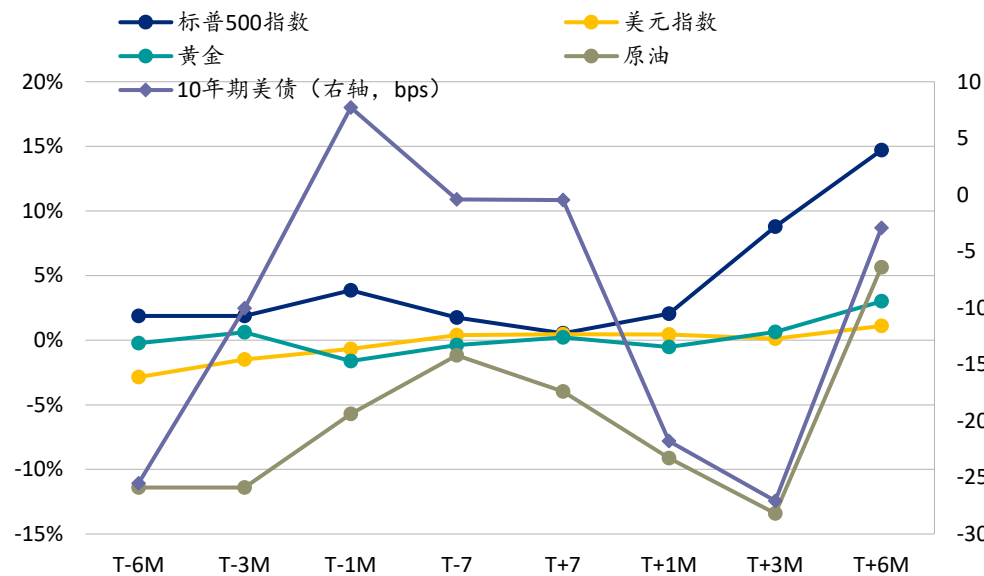
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 情景三、反对党控两院（反对党同时控制参众两院）

过往这种情况下，大选结束后三个月内：美股>美债>美元>大宗商品。复盘 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年六次反对党同时控制两院的历史，这个情景下美股弹性相对更大。美国中期选举结束后三个月内，主要资产的绝对回报大致呈现为美股领先、美债次之、美元基本持平、大宗商品最弱的格局。标普 500 指数选后三个月与半年平均上涨约 8.8%与 14.7%，纳斯达克的弹性更为突出，选后半年平均涨幅超过两成。VIX 指数在中期选举后同样呈现回落态势，显示市场波动度降低。美债在这一情景下较其他情景表现更强，十年期收益率选后三个月平均下行约 27 个基点，对应债券价格明显上涨。美元指数在选后基本走平，略偏升值。与前面的两种情景不同，大宗商品在这个情景下明显偏弱，黄金与白银选后三个月接近零涨幅，原油与铜甚至录得两位数下跌（图表 12-13）。

如果本届中期选举出现反对党控两院，股债走势可能较强。若民主党在本届中期选举中同时拿下众议院与参议院，将形成反对党控两院的格局。这一情形需要参议院同步翻转，从当前选情看概率相对较低，但在民主党出现较大声势时并非没有可能。一旦出现，特朗普政府将面临较强的政策阻碍，减税等需要国会立法的政策难以推进，而关税与移民等行政主导的政策仍可延续。立法僵局降低了政策不确定性，将利好美股走势，同时限制了赤字的进一步扩张，将利好美债的表现。值得注意的是，过往这种情景下美股弹性较大，主要由于估值起点偏低，而当前美股的估值水平偏高，或抑制股指大幅向上的空间。

图表 12: 历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后各类资产走势



注: 基于 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年美国中期选举前后的数据。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 历届美国中期选举出现反对党掌控两院的情景前后主要美元资产走势

资产分类	T-3M	T-1M	T-7	T-1	T+1	T+7	T+1M	T+3M	T+6M
标普 500 指数	1.9%	3.9%	1.7%	-0.1%	0.0%	0.5%	2.1%	8.8%	14.7%
纳斯达克指数	1.2%	3.4%	2.0%	0.0%	0.2%	1.8%	3.0%	14.8%	21.5%
道琼斯工业指数	2.1%	3.9%	1.6%	0.1%	0.0%	0.8%	1.6%	7.6%	15.6%
罗素 2000 指数	-1.1%	3.2%	1.8%	0.1%	0.3%	1.1%	1.3%	9.2%	15.1%
VIX 指数	-1.1	-2.0	-1.1	-0.2	0.1	-1.5	-0.9	-1.7	-3.8
美元指数	-1.5%	-0.7%	0.4%	-0.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.1%	1.1%
白银	-4.3%	-2.5%	-0.4%	0.0%	-1.2%	0.8%	-1.4%	0.9%	11.4%
黄金	0.6%	-1.6%	-0.4%	0.3%	-0.4%	0.2%	-0.5%	0.6%	3.0%
铜	-1.7%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-1.3%	-9.0%	2.4%
原油	-11.4%	-5.7%	-1.2%	-1.0%	0.2%	-4.0%	-9.1%	-13.4%	5.7%
十年美国国债	-10.0	7.7	-0.4	-1.6	2.1	-0.5	-21.8	-27.1	-2.9
两年期美国国债	-17.7	6.5	2.4	-1.3	3.6	8.4	1.7	-1.1	8.2

注: 基于 1986 年、1990 年、1994 年、1998 年、2006 年与 2014 年美国中期选举前后的数据。VIX 变动为点位变动, 债券变动为基点 (bps)。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14：中期选举结果的三种情形对美国各项政策的影响

政策领域 (影响力)	共和党保住两院 (概率：约 12%)	民主党全取两院 (概率：约 32%)	分裂国会 (概率：约 50%)
财政政策 (高)	继续掌握预算和解通道，增量减税、企业投资抵扣及国防支出等议程仍有推进空间，财政政策在三种情景中最具扩张倾向。不过，在联邦债务和利息支出已处高位的背景下，进一步扩张也将加大中期赤字与债务压力。	共和党单方预算和解通道关闭；民主党虽然掌握两院拨款议程，但仍受总统否决权及参议院表決門檻制約，难以单方面改变财政方向；政府“停摆”、债务上限和拨款条件谈判的风险在三种情景中最高。	占主导的“民主党众议院+共和党参议院”组合下，预算和解通道关闭，新增减税或加税均难单方落地；财政政策将更多依赖持续决议和两院妥协，增量财政扩张空间明显收窄。
货币政策 (低)	共和党参议院可继续确认未来的美联储理事提名，但无法直接决定利率；货币政策仍主要取决于通胀、就业和 FOMC 判断。但是，潜在财政扩张和移民收紧可能或推高通胀，延迟美联储降息或引发加息。	民主党参议院可以冻结未来的美联储理事会提名；鉴于当前理事席位已满，对近期利率路径的直接影响有限。但是如果将来理事席位出现空缺，或成为两党谈判筹码之一。	共和党参议院继续掌握任命确认权，民主党众议院主要通过听证和监督施压；美联储政策路径基本不因众议院易手而改变。这是三种假设下对美联储影响最小的一个情景。
移民政策 (中)	核心执法资金已提供至 2029 财年，执法强度可维持。共和党控制两院也有利于追加拨款及相关执法议程推进。劳动供给收缩趋势可能延续。	既有资金和已授权项目难以直接撤回，但民主党可通过两院监督、未来拨款条件及拒绝追加资金增加执行摩擦；政策推进速度可能放缓，但核心执法方向短期内不会发生根本逆转。	民主党众议院可强化听证、传票和拨款审查，并阻止新增资金；共和党参议院及总统执行权构成缓冲，核心执法方向大体维持。
贸易政策 (低)	IEEPA 附加关税已终止；第 232 条、第 301 条继续；关税政策延续性最强。	第 232 条和第 301 条在现有授权下仍主要由行政部门执行。新关税行动可能受拨款附加条件轻微干扰。民主党参议院可拦截正式条约，但特朗普仍可采用行政协议形式进行。	民主党众议院可阻止新增关税授权并加强听证监督，共和党参议院可阻止全面撤销现有权限；关税政策总体延续，但新增措施更难获得立法支持。
外交政策 (中)	总统继续掌握军事指挥和外交谈判主动权；共和党控制两院意味着国防授权、外交拨款和武器销售面临的国会阻力相对较小，特朗普外交及军事政策的延续性在三种情景中最强。	所有国防和外交拨款都需要两党妥协，重要外交人事任命的政治压力亦可能显著上升，形成真正意义上的系统性制衡。	民主党众议院加强调查、听证及拨款条件，共和党参议院则为白宫提供缓冲；外交政策和军事行动的方向盘仍在特朗普手中，只是油门略受限制。
宏观净效应	赤字率和政府债务水平或略微上升。通胀略高、利率更高；短期增长略高、中期或不利于增长。需关注债市对财政可持续性再定价的尾部风险。	潜在加税谈判意味着赤字率和政府债务水平有低于当前 CBO 基准预测的可能性。增长和通胀略低、波动显著更高，政府“停摆”风险扰动债市。	最接近现状，对经济增长和通胀影响较为中性。主要风险为 2027 年债务上限和拨款谈判。
长期国债影响	其他条件不变的情况下，10 年期美债收益率或上行，利空长期国债。	其他条件不变的情况下，10 年期美债收益率或下行，利好长期国债。	影响较为有限。

资料来源：浦银国际

特朗普上一任期 2018 年中期选举的复盘和启示

在特朗普的上一任期，2018 年 11 月 6 日的中期选举中，民主党翻转众议院，共和党守住并小幅扩大了参议院多数，最终形成参众两院分属两党的分裂国会格局。这与当前市场预期的基准情形较为相似，因此复盘 2018 年选后各类资产的实际演绎，对判断本届中期选举具有直接的参照意义。

2018 年中期选举后，美股大幅波动，美债、黄金等避险效果凸显。从实际表现看，2018 年选后美股市场先经历剧烈回撤、再于半年内修复，均值规律掩盖了过程中的巨大波折。标普 500 指数在选后第一个月下跌约 2.2%，并于 2018 年 12 月遭遇剧烈抛售，一度回撤约 14.7%，选后三个月仍小幅下跌约 0.9%，直到选后半年才修复。这说明，情景一美股在选后半年大概率为正结论，可能掩盖了持有过程中的大幅波动。期间，避险资产表现突出，十年期美债收益率选后三个月与半年分别大幅下行约 53 与 76 个基点，对应债券价格明显上涨，黄金在选后三个月上涨约 6.5%，二者的对冲作用凸显。原油一度重挫，选后一个月下跌逾 17%，直到选后半年才回到起点。美元指数则基本走平，略偏升值（图表 15）。

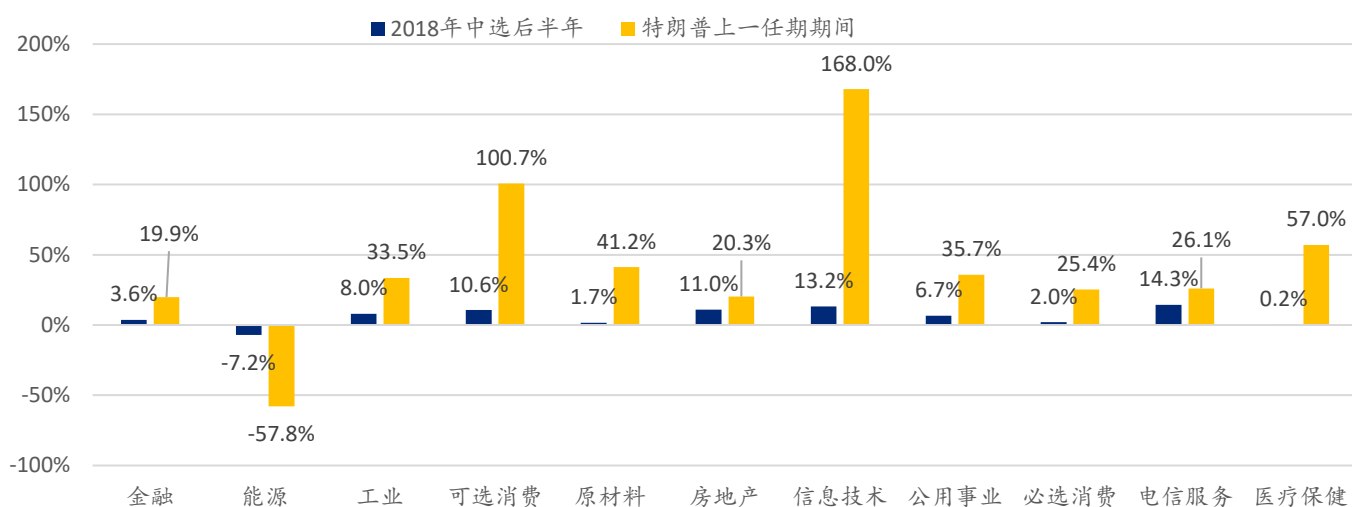
图表 15：特朗普上一任期期间，美股、美债、美元和黄金的走势



资料来源：Bloomberg、浦银国际

特朗普政策受益板块表现落后。值得注意的是，特朗普政策受益板块在 2018 年中期选举后普遍跑输，真正带动修复的是成长股与避险资产。受到减税与放松监管利好的金融板块，中期选举后三个月下跌约 3.2%、半年仅回升约 3.6%，明显落后于大盘。被视为能源独立政策受益者的传统能源板块表现最差，选后三个月下跌，选后半年进一步走低。原材料与小盘股同样表现落后。相比之下，信息技术与可选消费等成长性板块真正主导了市场的修复进程，选后半年分别上涨约 13.2%与 10.6%，同时美债与黄金等避险资产同步走强。这些迹象表明，2018 年中期选举后美股的反弹，或源于风险偏好的修复，政策红利的直接拉动作用相对有限（图表 16）。

图表 16：在特朗普 2016 年赢得总统选举后四年期间，其政策受益板块并未领涨

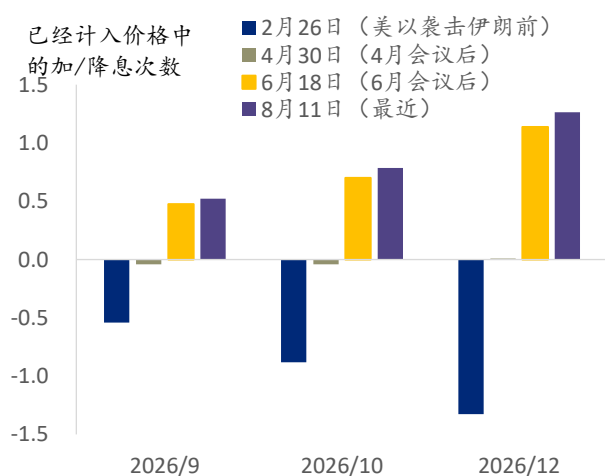


注：图中“特朗普上一任期期间”指 2016 年 11 月 9 日至 2020 年 11 月 8 日。中期选举后半年计算区间为 2018 年 11 月 6 日至 2019 年 5 月 6 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2018 年的经验对当下有一定参照意义，但情况也存在不少差异。相似之处在于，今年同样以分裂国会为基准情形，同时面临减税立法受阻、关税政策延续的情况。在这个背景下，情景一中美股修复、美债走强、黄金对冲的格局有可能延续。然而，当前的货币环境同样偏紧缩。现任美联储主席凯文·沃什立场偏鹰，尽管 7 月议息会议将利率维持于 3.50% 至 3.75%，但三位官员投反对票并主张加息，年内仍有一次加息被纳入中枢预测。此外，油价一度突破每桶 100 美元，美伊冲突推升通胀粘性，市场对加息的定价近期显著上升（图表 17），政策讨论的重心已从“何时降息”转为“是否加息”。虽然 2018 年美联储立场偏鹰派，但当时通胀不算顽固，政策调整空间较大，所以 2019 年初美联储一转向鸽派，就带动了一波修复行情。不过当前油价仍未回落至冲突前水平（图表 18），且地缘冲突持续，通胀下行阻力明显加大，美联储难以复制当年的快速转向，因此鹰鸽反复的震荡行情或难重现。

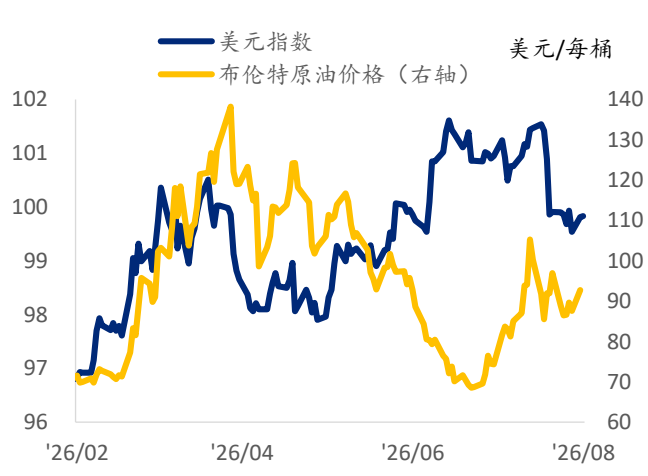
图表 17：7 月美联储会议后延续加息预期



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18：油价仍未回落至中东冲突前水平



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

当前美股估值水平较 2018 年中期选举时更高。目前标普 500 指数和纳斯达克指数的前瞻市盈率约 19.8 倍和 24.4 倍，明显高于 2018 年 11 月 6 日中期选举时约 16.0 倍和 19.9 倍，而它们随后在 2018 年 12 月底暴跌后估值进一步回落至约 13.7 倍和 17.0 倍，为后续强劲反弹留出了充足空间（图表 19-20）。此外，关税博弈所处的阶段也不相同。2018 年中美贸易战正处升级初期，市场对关税冲击的定价尚不充分，每次加征关税落地都会引发避险反映。而特朗普第二任期至今全球关税博弈已持续近两年，市场对贸易摩擦的路径和影响有了更充分的认识，关税预期也逐步被纳入资产定价，边际冲击的方向已然改变，关税缓和或政策调整的信号反而会触发阶段性修复。综合来看，我们认为今年中期选举前后的资产交易逻辑，仍可参考分裂国会的历史基准与选后修复的方向偏好，但与 2018 年相比，当前面临金融环境偏紧，估值位于偏高水平，美联储政策转向空间相对更小，反弹的幅度可能会弱于 2018 年。

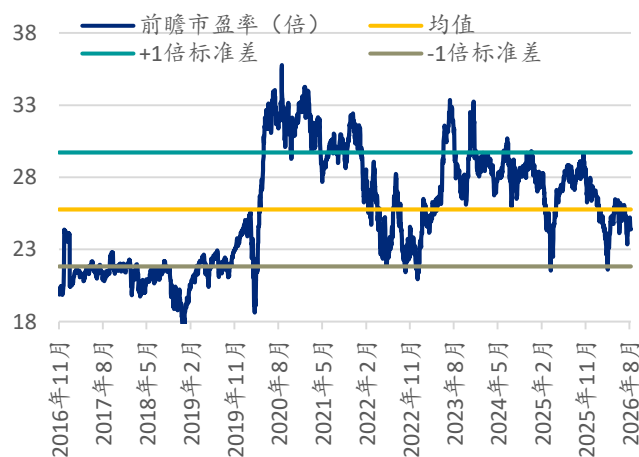
图表 19：标普 500 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20：纳斯达克指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

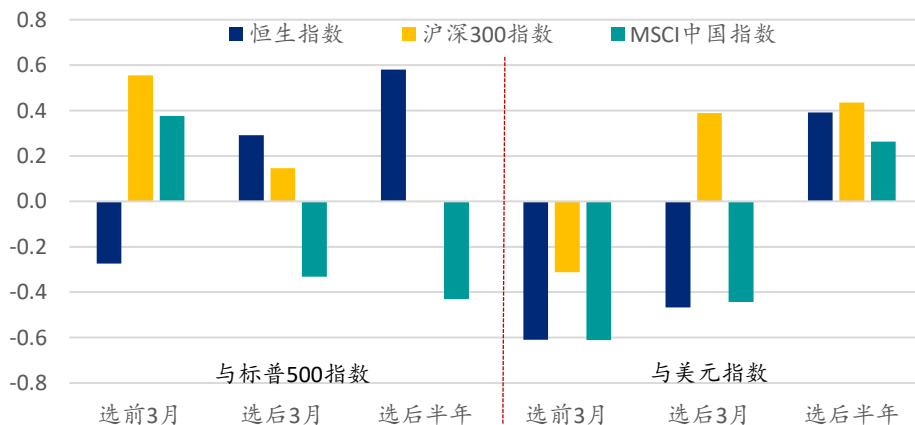
资料来源：Bloomberg、浦银国际

美国中期选举对中国市场短期影响有限

美国中期选举对中国资产的影响较为间接。中国市场的核心驱动因素仍在于国内政策周期与流动性环境，而美国对华关税与科技限制主要依赖行政授权，与国会归属关联不大。中期选举更多改变的是美国内财政议程，难以扭转对华政策方向，以及贸易、科技竞争等长期变量，因此各情景下中国资产的政策含义差异明显弱于美元资产。从中长期看，股票市场走势由经济基本面主导，中期选举结果并不是决定性因素。回顾历次中期选举年表现最弱的阶段往往与通胀高企、加息周期或地缘冲突等宏观冲击有关。因此，中期选举对中国资产的影响，更多体现在离岸市场的风险偏好，以及外资短期流向的边际变化。

离岸市场对中期选举结果相对敏感，但对 A 股的影响有限。根据相关性分析，我们发现港股与美股的联动性较强且在中期选举后逐步走强，恒生指数与标普 500 指数的相关系数由选前三个月的-0.27 回升至选后三个月的+0.29，并进一步升至选后半年的+0.58。A 股则受中期选举影响有限，沪深 300 指数与标普 500 指数的相关系数在选后三个月为+0.15，选后半年接近于零，本土定价属性突出（图表 21）。如果中期选举结果强化市场对贸易摩擦与科技限制的担忧，短期对风险偏好的影响偏负面，中国离岸股市（港股和中概股）的波动或将加大。但资金面上，当前外资对中国市场仍处于低配，港股的边际买盘更多来自南向资金，外资大幅流出的空间有限。另外，中美元首有望在 9 月举行会晤，将为市场稳定性提供支撑。而 A 股由于受全球周期扰动较小、资金盘较稳定、流动性较充裕，在外部扰动阶段往往比离岸股市更具韧性。复盘 1978 年以来的历届美国中期选举，美元兑人民币在选后三个月与半年的变动不大，平均下跌 0.1%。人民币的走向仍主要受中美利差、结售汇与央行政策等综合影响。当人民币阶段性走弱时，A 股凭借相对稳定的资金盘与充裕的流动性，往往比离岸市场更具韧性。

图表 21：中国股指与美股和美元在中选前后的联动性（Pearson 相关系数）



注：恒生指数、沪深 300 指数、和 MSCI 中国指数的样本数分别为 12 次、6 次和 8 次。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国市场相对估值仍有一定的安全边际。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速稳健，估值水平更低。虽然港股的估值较上半年明显修复，截至8月19日，恒生指数的前瞻市盈率升至10.6倍，位于其过去五年均值正0.7倍标准差附近（图表22），沪深300指数的前瞻市盈率在13.2倍，高于其过去五年均值正0.6个标准差（图表23），但相对于全球其他市场仍然偏低。科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率仅为16.0倍，低于其过去五年均值负0.8个标准差，也显著低于美股纳斯达克指数的23.3倍。然而，需留意港股作为离岸市场对美债利率和美元流动性高度敏感，近期美债长端利率异常上行可能对估值形成一定的负面影响。整体来看，美国中期选举对中国资产价格的直接影响有限，短期可能会影响离岸市场情绪与海外资金流向。

下半年投资布局上，仍可采用 C.A.S.T. 框架杠铃策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。成长端：AI 仍是中期主线，AI 硬件端聚焦超跌和景气确定性较高的细分赛道，比如 PCB、被动元件等，并将成长端布局从 AI 基础设施向“云与应用”和“创新药出海”两大主线扩展。防御端：聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，除银行、能源、公用事业等传统红利板块外，估值偏低、股息率较高的消费板块亦值得关注。

图表 22：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至2026年8月19日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：沪深300指数前瞻市盈率



注：数据截至2026年8月19日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

