



美国中期选举主题研究：宏观经济政策新走向与资产配置再布局

- 美国中期选举结果或主要通过财政效应、移民和关税等政策的执行力来影响经济和货币政策走向。我们预计分裂国会选举结果概率在50%，而民主党和共和党单独控制国会的可能性分别在32%和12%。中期选举的影响更多体现在接下来两年的财政预算和新立法、拨款以及监督权上，对关税、外交和移民等更多依托行政指令的政策影响较小。
1) 若共和党控制国会，财政刺激有望进一步加码，拉高赤字率和政府债务。该情景也有利于追加拨款及相关执法议程推进，关税和移民政策的加快执行或拉高通胀。这对经济增长或有短期提振作用，但也对应着最大的通胀压力，或导致美联储推迟降息、增加加息概率。
2) 若共和党仅失去众议院控制权、立法议程基本被冻结，新增减税的预算和解通道在新一届国会关闭，执政党将失去拨款权和国会监督权。财政政策将趋于中性，大规模财政刺激落地难度提高，对经济增长和通胀影响较为中性，对货币政策的影响或最小。
3) 民主党若重夺参众两院，则拥有更为完整的拨款和监督权。政府“停摆”等财政不确定性事件波动会更频繁。潜在加税谈判意味着赤字率和政府债务水平有望低于基准情况。短期美国经济增长或低于前两种情形，但财政可持续性改善、通胀压力下降，更有利于中长期经济均衡修复。
- 选举结果仅决定财政政策空间，或不适合作为独立的美元或美债择时信号。假设其他条件不变，民主党控制国会或利好长期国债，反之共和党控制国会或利空长期国债，对美元指数的影响或较不明确。
- 分裂国会为基准情景，资产排序预计为债券>贵金属>美股>美元。下半年以来，各类资产正经历一轮明显的震荡与再定价，AI叙事发生改变。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，在现在这个时点重新审视和调整投资策略尤为重要。复盘过往12次中期选举，主要大类资产受选情短期影响有限，确定性信号往往在选后三个月，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。如果国会分裂，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，十年期美债收益率趋于下行；黄金和白银等贵金属有望受益于美元走弱和对冲需求，原油的表现可能会承压。复盘2018年，中期选举后美股大幅波动，美债、黄金等避险效果凸显，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。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，可逢低增配黄金，美股在AI主线之外可增加非AI板块的布局。
- 中期选举对中国市场影响有限，港股相对A股更敏感。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。下半年仍可采用杠铃策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。
- 风险提示：选情变化和经济短期走势超预期，通胀前景和美联储政策变动风险，政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

赖烨烨

首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2026年8月27日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

主题研究

美国中期选举主题研究：宏观经济政策新走向与资产配置再布局

目录

一、2026 年中期选举现状：众议院民主党占优，参议院共和党仍具防线	4
二、中期选举的不同结果将对特朗普接下来两年的执政产生何种影响？	7
三、中期选举结果将对美国宏观经济和货币政策产生何种影响？	17
四、中期选举结果将如何影响美国汇率和利率市场？	19
五、美国中选临近，资产配置再布局	22
六、历届美国中选前后大类资产表现回顾	24
七、三种情景解析中选前后市场将如何演绎	27
情景一、国会分裂（参众两院分别由不同政党占多数）	27
情景二、统一政府（总统所在党同时掌控参众两院）	29
情景三、反对党控两院（反对党同时控制参众两院）	30
八、2018 年中期选举的复盘和启示	32
九、美国中期选举对中国市场短期影响有限	35
附录	37

图表

图表 1：Real Clear Politics 调查显示，自去年 3 月以来，民主党在国会普选票上的支持率持续领先共和党	6
图表 2：特朗普二次上任以来，支持率逐渐走低	6
图表 3：根据 Polymarket 调查，截至 8 月 27 日，共和党与民主党赢得参议院控制权概率均在 50%左右	6
图表 4：在 Kalshi 调查中，共和党赢得参议院的概率依然维持着微弱优势	6
图表 5：Polymarket 调查显示共和党能继续掌控众议院的概率持续走低	6
图表 6：Kalshi 调查显示共和党掌握众议院的概率最近在 15%，略高于 Polymarket 预测，但仍较低	6
图表 7：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，共和党继续“横扫两院”的概率仅 11%	7
图表 8：我们预计中期选举结果最可能是共和党控制参议院、民主党重夺众议院	7
图表 9：特朗普第二任期国会通过的重要立法（2025 年 1 月—2026 年至今）	8
图表 10：特朗普剩余任期内重点立法项目一览	10
图表 11：在“大而美”法案后共和党提议的增量减税政策一览	12
图表 12：中期选举不同结果下的关税政策影响	14
图表 13：彭博社计算的美国加权平均关税税率在特朗普二次上任后的变化	14
图表 14：美国的整体劳动参与率已经从 2025 年 1 月的 62.6%下降到 2026 年 6 月的 61.5%	14
图表 15：中期选举结果的三种情形对美国各项政策的影响	16
图表 16：美国政府债务负担继续上升，但增速略微和缓	18

图表 17: CBO 预测的美国财政赤字率: 2027-2034 年	18
图表 18: 美元指数中期选举前后平均表现	19
图表 19: 10 年期美债收益率中期选举前后平均表现	19
图表 20: 2018 年中期选举前后美元指数和 10 年期美国国债收益率的走势	21
图表 21: 逐次中期选举分利率阶段下的市场表现	21
图表 22: 十年期美债 vs 标普 500 指数市盈率	23
图表 23: 中期选举年 8-10 月波动度明显高于其他非中期选举年份	23
图表 24: 1978 年至今历届美国中期选举情况概览	24
图表 25: 1978 年至今历届美国中期选举前后大类资产表现	25
图表 26: 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	26
图表 27: 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	28
图表 28: 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	28
图表 29: 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	29
图表 30: 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	30
图表 31: 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	31
图表 32: 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	31
图表 33: 特朗普上一任期期间, 美股、美债、美元和黄金的走势	32
图表 34: 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	33
图表 35: 7 月美联储会议后延续加息预期	33
图表 36: 油价仍未回落至中东冲突前水平	33
图表 37: 标普 500 指数前瞻市盈率	34
图表 38: 纳斯达克指数前瞻市盈率	34
图表 39: 中国股指与美股和美元在中选前后的联动性 (Pearson 相关系数)	35
图表 40: 恒生指数前瞻市盈率	36
图表 41: 沪深 300 指数前瞻市盈率	36
图表 42: 特朗普开启第二任期后在关税方面的新举措	37

美国中期选举主题研究：宏观经济政策新走向与资产配置再布局

2026 年美国中期选举将在 11 月举行，届时众议院全部 435 席和参议院约三分之一席位改选。当前美国政治环境更有利于民主党夺回众议院控制权，共和党仅在参议院竞选中占优。如果特朗普所在的共和党无法像 2024 年 11 月美国大选那样成功控制两院，那么特朗普剩下两年任期的执政能力以及美国宏观经济、利率和汇率市场将会受到何种影响？对资产配置有何启示？这正是我们本篇报告尝试理清的问题。

一、2026 年中期选举现状：众议院民主党占优，参议院共和党仍具防线

历史上美国总统所在党在中期选举几乎必失众院席位(过去 23 次失 20 次)。当前特朗普支持率因高油价和高生活成本下滑，国会分裂或是当前民调基准情形。根据 RealClearPolitics 最新民调平均值（截至 2026 年 8 月 25 日），民主党和共和党在国会普选票上的支持率分别为 48.2% 和 41.8%，民主党领先 6.4 个百分点，差距较 5 月 28 日近期峰值 8.1 个百分点相比有所缩小（图表 1）。不同机构追踪的民主党领先幅度走势略有差异：[Nate Silver's Bulletin](#) 的平均值显示民主党优势已从 6 月 1 日的峰值 7.1 个百分点回落至 8 月 26 日的 6.5 个百分点；[Decision Desk HQ](#) 的追踪显示民主党优势已从 5 月约 7 个百分点的高点略微收窄至 8 月 26 日的 6.0 个百分点。整体而言，民主党的普选票优势较二季度高点有所收窄。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（图表 2）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。

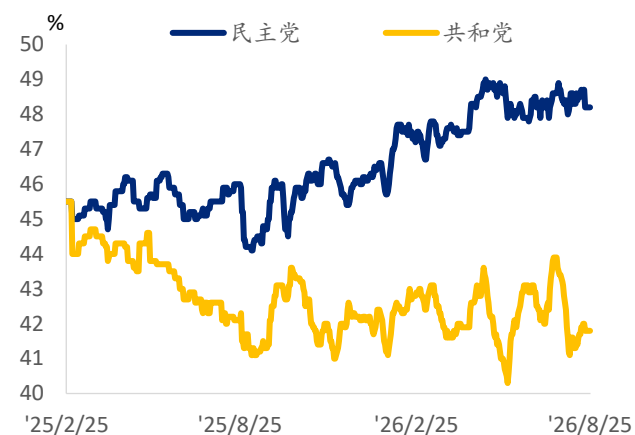
参议院共和党仍具有结构优势，但优势已经明显收窄。目前参议院有 53 名共和党人、45 名民主党人以及 2 名独立人士。今年 11 月将有 35 个席位进行改选（含佛罗里达州和俄亥俄州的特别选举），其中 23 个目前由共和党人占据，民主党需要净增加 4 席才能重新获得多数。然而，共和党防守的席位大多位于“深红”州。Polymarket 显示，截至 8 月 27 日，共和党和民主党赢得参议院控制权概率均在 50% 左右（图表 3）。趋势上来看，今年 5 月以来，共和党在 Polymarket 民调一直好于民主党，直到 8 月中被民主党反超，近期两党概率平分秋色。不过在 Kalshi 调查中，共和党依然维持着微弱优势（图表 4）。尽管如此，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。

众议院是民主党最有可能取得突破的环节。截至 8 月 27 日，众议院席位结构为共和党 217 席、民主党 213 席、独立人士 1 席、空缺 4 席，共和党仅保持极小多数（获得控制权需要至少 218 个席位）。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：Polymarket 调查显示，截至 8 月 27 日民主党赢得众议院控制权的概率约 88%、共和党约 12%（图表 5），而 Kalshi 调查显示对应概率为民主党约 84%、共和党约 15%（图表 6）。从趋势来看，自今年 5 月起，不论是 Polymarket 还是 Kalshi 的调查，民主党赢得众议院的概率均在稳步提升。历史经验显示在所有 435 个席位均改选的制度下，总统所在党通常更容易承受中期选举席位损失，叠加当前共和党仅有窄幅优势，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。尽管如此，仍需警惕一些潜在的选情变量，包括：美伊冲突升级及红海航运受阻推高油价，加剧特朗普政府面临的经济“逆风”，对共和党选情不利；与此同时，民主社会主义及反建制派候选人在多地众议院初选中获胜，引发民主党内部关于路线之争的担忧，这为共和党提供了新的攻击点，一定程度上抵消了经济逆风对共和党的不利影响。

参众两院结果具有一定正相关性，但不宜简单推导。若共和党能够守住众议院，通常意味着全国政治环境未出现明显反转，从而共和党守住参议院的概率将明显提高；但若民主党夺回参议院，也并不意味着一定同步夺回众议院，因为参议院更容易受到个别州和候选人因素影响。

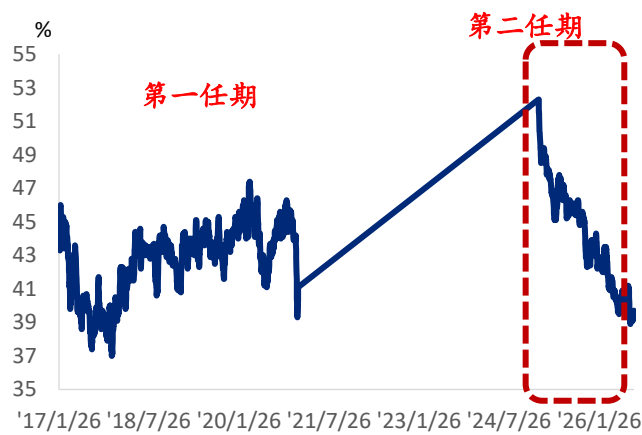
当前综合来看，最可能的结果仍是“共和党保住参议院、民主党夺回众议院”的分裂国会格局。该情景符合当前美国全国政治环境与选举结构：民主党受益于总统支持率压力和全国选民倾向变化，而共和党则依靠参议院席位结构优势维持控制地位。尽管 Polymarket 的联合调查显示中期选举结束后，民主党控制两院的概率高于共和党参议院、民主党众议院（图表 7），但从实际情况出发，认为分裂国会的可能性（50%）或仍高于民主党同时控制两院（32%）。共和党若想要同时控制两院，需要在选举前明显改善全国支持率，尤其需要经济表现改善、通胀进一步下降以及特朗普支持率回升的支撑，属于较低概率情景（可能性：12%，图表 8）。

图表 1: Real Clear Politics 调查显示,自去年 3 月以来,民主党在国会普选票上的支持率持续领先共和党



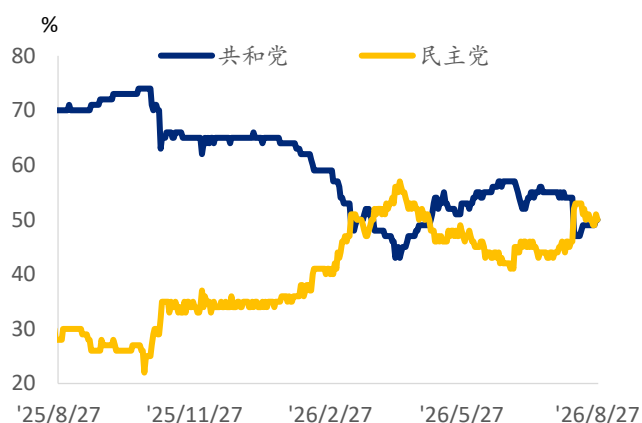
资料来源: Bloomberg、Real Clear Politics、浦银国际

图表 2: 特朗普二次上任以来,支持率逐渐走低



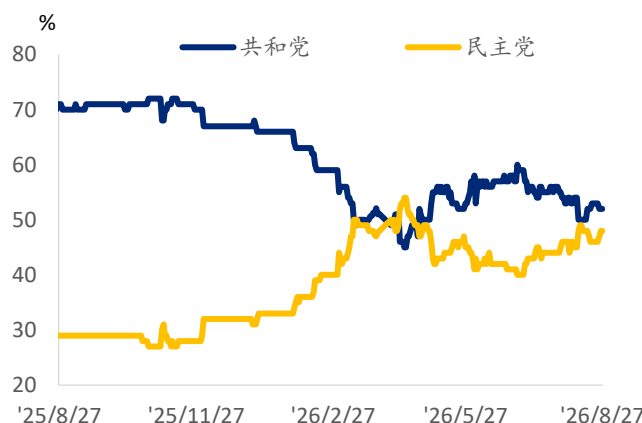
资料来源: Bloomberg、Real Clear Politics、浦银国际

图表 3: 根据 Polymarket 调查,截至 8 月 27 日,共和党人和民主党赢得参议院控制权概率均在 50%左右



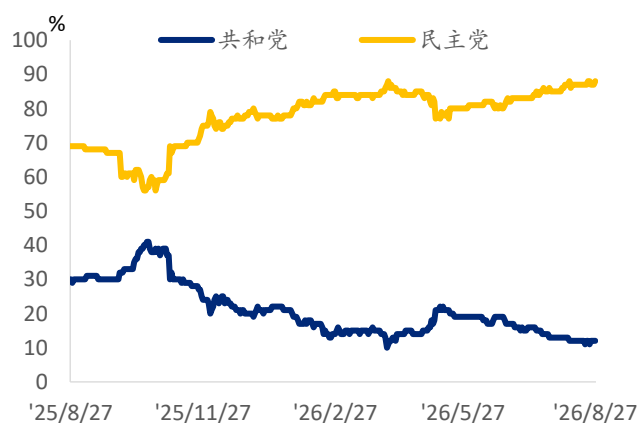
资料来源: Polymarket、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 在 Kalshi 调查中,共和党赢得参议院的概率依然维持着微弱优势



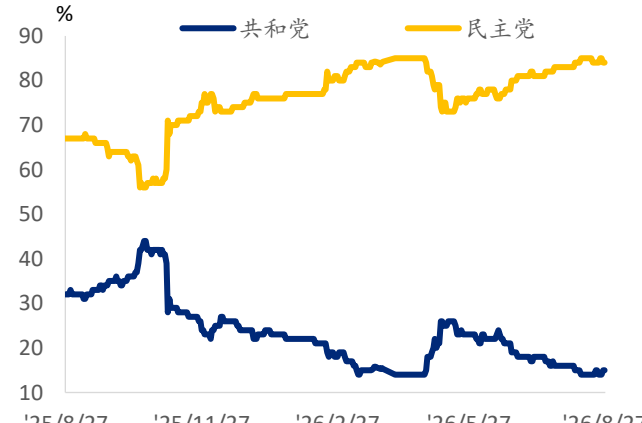
资料来源: Kalshi、Bloomberg、浦银国际

图表 5: Polymarket 调查显示共和党能继续掌控众议院的概率持续走低



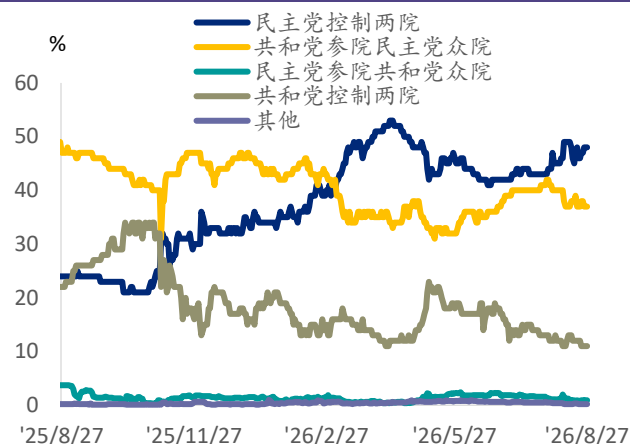
资料来源: Polymarket、Bloomberg、浦银国际

图表 6: Kalshi 调查显示共和党掌握众议院的概率最近在 15%, 略高于 Polymarket 预测, 但仍较低



资料来源: Kalshi、Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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，共和党继续“横扫两院”的概率仅 11%



资料来源：Polymarket、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 我们预计中期选举结果最可能是共和党控制参议院、民主党重夺众议院

情景/概率	共和党	民主党
赢得参议院控制权	60%	40%
赢得众议院控制权	20%	80%
同时控制参众两院	12%	32%
共和党参院民主党众院	50%	
民主党参院共和党众院	6%	

资料来源：浦银国际估算

二、中期选举的不同结果将对特朗普接下来两年的执政产生何种影响？

首先,特朗普 2025 年 1 月上任以来已经通过的立法法案,并不会受到影响。依托共和党对国会两院的控制,特朗普推动了一系列具有鲜明个人印记的立法(图表 9)。其立法议程以移民执法为主线:上任伊始即签署《莱肯·赖利法案》,强化对涉罪非法移民的拘留;2026 年 6 月又通过约 700 亿美元的移民执法拨款法案,为移民与海关执法局和边境巡逻队提供覆盖其整个剩余任期的资金。财政与经济方面,2025 年 7 月 4 日签署的“大而美”法案是其标志性立法,延长了 2017 年减税政策、免除小费和加班收入税负,同时削减医疗补助和营养补助、取消新能源补贴,并将美国债务上限提高 5 万亿美元,预计十年内增加约 3.3 万亿美元赤字;随后的《撤销法案》则削减了对外援助和公共广播经费。在新兴领域,《天才法案》确立了美国首个稳定币联邦监管框架,《Take It Down 法案》打击 AI 深度伪造私密影像,《HALT 芬太尼法案》将芬太尼类物质永久列为一级管制物质。国防方面,2026 财年国防授权法案将美国军费支出推高至创纪录的 9,010 亿美元。值得注意的是,这一时期立法进程伴随着剧烈的党派对抗——多部法案仅以一两票之差惊险“过关”,两党围绕拨款问题先后引发两次政府“停摆”,其中 2025 年秋长达 43 天的“停摆”创下美国历史纪录,凸显了华盛顿深度极化的政治生态。

图表 9：特朗普第二任期国会通过的重要立法（2025 年 1 月—2026 年至今）

签署时间	法案名称	主要内容	备注
25 年 1 月 29 日	《莱肯·赖利法案》	要求国土安全部拘留被指控或被判犯有盗窃相关罪行、袭警罪行或醉酒驾车等导致死亡或严重人身伤害罪行的非法移民。	特朗普第二任期签署的首部法律。
25 年 5 月 19 日	《Take It Down 法案》	要求相关平台移除未经同意发布的私密影像（含 AI 深度伪造内容）。	参议院一致同意通过、众议院 409:2 通过，两党共识罕见。
25 年 7 月 4 日	“大而美”法案	延长 2017 年企业和个人减税措施，小费和加班收入免税；削减医疗补助（Medicaid）和营养补助投入；为打击非法移民和国防提供数千亿美元资金；取消电动车税收抵免、限制风电光伏补贴；债务上限提高 5 万亿美元。国会预算办公室估算将在 2025-2034 年增加近 3.3 万亿美元赤字，导致近 1200 万人失去医保。	第二任期标志性国内立法；参议院 51:50 由副总统万斯投出关键一票；争议极大，马斯克因此与特朗普决裂。
25 年 7 月 16 日	《HALT 芬太尼法案》	将所有芬太尼相关物质永久列为一级管制物质，同时改革管制物质科研审批程序（建立快速审批流程、简化注册要求）。	应对芬太尼危机。
25 年 7 月 18 日	《天才法案》 (GENIUS Act)	美国首部稳定币联邦监管立法：要求发行方 1:1 持有美元资产储备、每月披露储备明细、实行联邦或州级牌照管理，限制科技巨头发行稳定币；破产时持币人享有优先偿还权。	美国国会通过的首部重大加密货币立法；被视为强化美元地位、拉动美债需求。
25 年 7 月 24 日	《2025 年撤销法案》 (Rescissions Act of 2025)	撤销 79 亿美元国际援助项目资金和 11 亿美元公共广播公司（CPB）资金。	参议院 51:48、众议院 216:213 通过；影响 NPR/PBS 等公共广播。
25 年 11 月 12 日	结束政府“停摆”的临时拨款法案	按现有水平为大部分联邦机构提供资金至 2026 年 1 月 30 日。	结束持续 43 天的美国史上最长政府“停摆”。
25 年 11 月 19 日	《爱泼斯坦档案透明法案》	要求司法部在 30 天内以可搜索、可下载形式公开所有与爱泼斯坦案有关的未涉密记录、文件、通信和调查材料。	众议院 427:1 压倒性通过；特朗普从长期反对转为签署。
25 年 12 月 18 日	2026 财年国防授权法案 (NDAA)	授权约 9010 亿美元国防支出（创新高）：军人薪资上调 3.8%；支持西南边境部署国民警卫队拦截非法移民和毒品；开发“金穹”导弹防御系统；要求驻欧美军不低于 7.6 万人、驻韩美军不低于 2.85 万人；未来两年每年向乌克兰提供 4 亿美元军事援助；废除 2002 年对伊拉克动武授权、取消对叙利亚制裁；禁止国防部展示将台湾纳入中国的地图。	白宫称该法案将特朗普政府 10 多项行政令内容纳入法律条文。
26 年 2 月 4 日	结束第二次“停摆”的拨款法案	约 1.2 万亿美元拨款，结束政府部分“停摆”；其中包含约 500 亿美元对外援助资金（支持民主项目、奖学金、使馆运作及全球卫生人道项目）。	2026 年初因移民执法争议再度爆发“停摆”。
26 年 4 月	国土安全部（非移民执法部分）拨款法案	为国土安全部下属、不属于移民执法部门的机构提供资金。	ICE 与边境巡逻队经费被剥离出来单独博弈。
26 年 6 月 10 日	移民执法拨款法案	未来 3 年提供总计约 700 亿美元：移民与海关执法局（ICE）获 385 亿美元、海关与边境保护局（CBP）获 260 亿美元、另有 50 亿美元由国土安全部长支配，资金覆盖至特朗普任期结束。	打破两党 75 天僵局；通过预算协调程序绕过阻挠议事；众议院仅以 214:212 两票之差通过。
26 年 7 月 11 日	21 世纪住房之路法案	精简部分住房建设及环境审查程序，调整活动房屋和多户住宅融资规则，推动扩大住房供给，并限制大型机构投资者继续购买部分独栋住宅。	属于重要的两党综合住房立法，直接影响住房供给、住房融资、社区银行及机构投资者购房行为，与宏观经济和住房市场密切相关。（特朗普未签署，该法案依据宪法“十日规则”自动成为法律。）

资料来源：美国政府网站、新闻整理、浦银国际

其次，相对于总统大选对美国政治和经济产生的广泛影响，中期选举的影响更多体现在接下来两年的财政预算制定和今后的新立法、拨款以及监督权上。如果民主党控制众议院，对特朗普后两年执政的冲击将是“立法议程基本冻结、监督压力骤增，但行政主导型权力基本不受影响”。具体地说：

- **新立法：**如果共和党失去众议院控制权，那么最大的影响或是立法议程将基本冻结，立法议程与预算和解通道基本关闭。虽然当前共和党以 53:47 的优势控制参议院，但是普通立法在参议院需要 60 票才能终结辩论。特朗普第二任内的一些关键立法，例如“大而美”法案，是依靠“预算和解程序”推进的，该程序只需两院简单多数即可绕过参议院 60 票门槛。然而，和解程序要求众参两院通过同一份预算决议。因此，一旦民主党控制众议院，这条“党派单方立法”通道即被切断。

此外，即便民主党全取参众两院，也无法实现民主党版本的“三权统一”——民主党虽然可以通过国会立法和谈判施压，但是仍会受到总统否决权及参议院表决门槛（民主党或难在参议院拿到 60 票）的制约。

接下来，特朗普政府想要推进的核心立法或是预算协调 3.0（约 950 亿美元）一揽子方案（图表 10）：其中 730 亿美元用于国防与情报，重点应对伊朗战争带来的军事开支缺口，120 亿美元用于向受关税冲击的农业提供援助，100 亿美元用于激励各州落实选举身份证件要求。这一方案经过数周党内拉锯，众议院终于在 7 月 21 日以 214:211 的微弱优势通过程序规则，推动协调进程向前迈进。与此同时，避免第三次政府“停摆”是最迫切的时间节点压力——FY2027 拨款须在今年 9 月 30 日前完成，目前附带延至 12 月 4 日的临时拨款方案随规则一并推进，但参议院民主党拒绝配合任何拨款谈判，僵局随时可能再现。

选举改革则是特朗普施压最大、推进最艰难的议题。《保护美国选民资格法案》（SAVE America Act）要求选民登记时提供公民身份证明和照片证件，众议院已通过，但在参议院始终凑不够 60 票，共和党因此尝试将其并入国防授权法案（NDAA）一同送交参议院——这一策略本身在党内争议颇大，多名共和党参议员明确反对，参议院大概率会将其剥离。NDAA 本身授权约 1.15 万亿美元国防开支，同样在 7 月 21 日随程序规则推进至全院表决。

单项议程中，最接近落地的是《数字资产市场清晰法案》（CLARITY Act）：作为继《天才法案》后的第二块加密监管拼图，它已获参议院银行委员会推进，但因特朗普家族加密资产的利益冲突披露等三大争议，在参议院凑齐 60 票仍有变数，8 月休会前是年内通过的最后窗口。此外，2026 年农业法案、医疗价格与保险改革亦卡在参议院层面。若中期选举后民主党夺回众议院，上述多数计划的立法窗口将关闭。

图表 10：特朗普剩余任期内重点立法项目一览

重大议程	核心内容	最新进展	下一个程序节点/关键障碍
Reconciliation 3.0: 国防、农业与选举管理资金	为国防、农业和选举管理提供预算权限。原设想含 3500 亿美元国防+改革优先项；现缩水为约 950 亿美元(730 亿国防/伊朗战争+120 亿农业援助+100 亿选举实施)。	众议院预算委员会于 7 月 16 日以 20 比 14 通过；众议院于 7 月 22 日以 216 比 214 通过程序规则。推进协调预算决议、NDAA+SAVE 和 CR 四项议程一并前进。	指示农业、军委、情报、众议院行政四委员会在 9 月 11 日前提交；参议院表决；国防鹰派嫌 730 亿预算太少。
FY2027 政府拨款/临时拨款 (CR)	维持政府运转，并包括针对妇女、婴儿和儿童的补充营养援助计划（简称 WIC）、国家洪水保险、灾害等延续/异常拨款条款。	众议院已于 7 月 21 日以 214:211 通过程序规则，其中附带 CR（临时拨款至 12 月 4 日）。	与参议院谈判在 9 月 30 日前完成某种拨款或 CR。但参议院民主党拒推任何 FY27 拨款案，多数党领袖图恩表示参议院将在 8 月休会前表决 CR。2026 年已发生 2 次“停摆”。
FY2027 国防授权法案 (NDAA)	国防政策、军费授权、军人政策及相关国家安全条款；当前众议院规则另拟加入 SAVE America Act 文本。NDAA 政策授权总额为 1.15 万亿美元；另请求 3500 亿美元通过和解程序（总额达 1.5 万亿美元）。	6 月 30 日规则在众议院以 198:224 失败，7 月 22 日新规则才勉强通过（216:212）。NDAA+SAVE 合并文本随规则推进至全院表决阶段。	众议院新一轮规则与全院表决；参议院恢复动议，但参议院民主党拒推 FY27 拨款。
数字资产市场结构法案 (CLARITY)	划分美国证券交易委员会 (SEC) / 商品期货交易委员会 (CFTC) 权限，赋予 CFTC 部分现货监管权，建立注册、客户资产隔离、披露、跨机构协调与软件开发者保护规则。	众议院已通过；参议院银行委员会以 15: 9 通过；参议院 7 月 17 日放出新文本，但伦理条款仍未解决。	争取参议院 60 票，意味着至少需要 7 名民主党人倒戈；再与众议院版本协商。焦点为利益冲突条款 (特朗普 2025 年加密收入超 14 亿美元)。
SAVE America Act (选举改革/选民 ID)	要求登记选民提供公民身份证明并强化选民身份证件；众议院版本还并入女子体育与未成年人性别转变医疗限制。	众议院 2026 年通过修订版 S.1383；参议院普通程序缺 60 票；7 月 20 日众议院规则拟把 SAVE 文本附加 NDAA。	参议院普通程序但全民主党反对、NDAA 附加谈判，或尝试把有预算影响的部分放入和解。逾 1 万个选举机构难在中期选举前(须 8 月初完成)落地。
Farm Bill 2.0 / 2026 农业法案	覆盖商品支持、保护、贸易、补充营养援助计划 (Supplemental Nutrition Assistance Program, 简称 SNAP), 营养、农村发展、信贷、科研、林业、能源、园艺监管、作物保险等 12 个标题，拟延长至 FY2031。	众议院 4 月 30 日以 224 比 200 通过；参议院农业委员会主席于 7 月 31 日发布修订文本，并宣布 8 月 6 日进行委员会审议。因为两党在 SNAP 差错率及州政府成本分担问题上未能达成一致，法案未获推进。	参议院农业委员会形成两党可表决文本，然后参议院全院和两院协商。障碍在于 SNAP 成本分摊争议；预算中性目标受挑战。
Great Healthcare Plan / 医疗价格与保险改革	拟法定化最惠国药价、把部分补贴直接给个人、资助平价医疗法 (Affordable Care Act, 简称 ACA) 成本分担减免、改革药品福利管理 (Pharmacy Benefit Management, 简称 PBM) 回扣，并提高医院/保险价格与拒赔透明度；H.R.6703 仅覆盖其中一部分。	白宫 1 月发布框架；H.R.6703 于去年 12 月 17 日以 216 比 211 通过众议院；H.R.9645 于 7 月 15 日经众议院筹款委员会以 25: 15 表决通过并提交众议院，截至 8 月 6 日尚未获得众议院全院通过。	参议院选择处理 H.R.6703 或拆分 PBM/透明度/企业社会责任模块；需 60 票。关键还在民主党态度上。
FISA Section 702 再授权	延长对境外目标的电子监控授权，并围绕美国人查询、令状、合规与服务商务设置限制。	Section 702 于 6 月 12 日到期；众议院 6 月 11 日短期延期表决失败；但 FISA 法院年度认证覆盖至明年 3 月 17 日。	领导层重新组合短期延期或完整再授权；处理令状修正案；两院表决。

资料来源：美国政府网站、新闻整理、浦银国际

- **财政预算和新增拨款：**如果共和党失去众议院，那么这就意味着新增减税和解通道在新一届国会关闭，并失去拨款权。美国宪法规定，所有拨款法案必须起源于众议院，这使众议院天然掌握拨款议程的主导权。

如果共和党继续控制参议院，共和党将保留预算和解程序这一关键武器，可在 2027 年继续推进新的和解立法。众议院已于 7 月 22 日以 216:214 通过 2027 财年约 950 亿美元的第三轮预算协调蓝图，但该蓝图集中于国防与情报资金、农业援助和选举管理，并未纳入新的减税或企业投资抵扣；参议院尚未同意相同预算决议，后续推进仍存在较大不确定性。

民主党如果仅控制众议院，则可以通过众议院版本的拨款法案，在文本中写入自己的条件。众议院还可以拒绝通过任何不符合民主党条件的拨款法案，将谈判压力推给参议院和白宫。然而，拨款法案要成为法律，必须经参议院通过（且通常需要 60 票跨越阻挠议事），再由总统签署。众议院单独通过的拨款法案必须在参议院获得 60 票——共和党参议院可以阻挠一切众议院版本，或者自己起草完全不同的参议院版本。最终结果通常是两院协商委员会出一个妥协版本，值得注意的是，共和党控制参议院意味着谈判中特朗普的核心优先项（国防、移民执法）很难被民主党彻底斩断。

民主党如果可以同时控制两院，那么将拥有更为完整的拨款主导权。但特朗普仍可以使用总统否决权作为最后的防线。不过特朗普公开否决一项两院多数通过的法案还需考虑政治叙事不利于白宫的风险。这是三种情形中政府“停摆”和债务上限边缘博弈风险最高的组合。2025 年 9 月已出现的政府“停摆”担忧将常态化，每一次拨款截止日都可能成为博弈点。民主党或以《平价医疗法案》加强型补贴延期、限制或拒绝延长第 122 条临时附加税等作为交换条件，与共和党达成一致协议。对市场而言，财政不确定性事件（“停摆”、债务上限到期日 X-date 临近）带来的波动会更频繁。

就目前情况来说，“大而美”法案已经把共和党减税议程的主体内容一次性打包完成，此后共和党提出的增量减税计划主要包括 2000 美元关税分红、预算协调 2.0 里的工薪阶层减税、医疗“可负担性”框架的税收优惠扩容、“大而美”临时减税条款永久化等，但目前大多停留在提议阶段（图表 11）。并且，与 2025 年的“立法狂飙”相比，2026 年共和党的增量减税政策基本处于“雷声大、雨点小”的状态。这或许和已经高企的政府债务、关税收入计划受损于最高法院裁决、共和党决定将预算协调程序优先用于通过选举改革等因素有关。现阶段的减税叙事更多是为中期选举造势，实质性立法大概率要等下届国会推进。若民主党控制众议院，这些潜在减税政策将难以为继。

图表 11：在“大而美”法案后共和党提议的增量减税政策一览

计划名称	主要内容	当前进展
2000 美元“关税分红”	向中低收入家庭发放 2000 美元分红（高收入人群除外），资金来源为关税收入。若参照 2021 年刺激支票模式，覆盖约 85% 的美国成年人（约 2.2 亿人），规模或可达 6800 亿美元。	仅为总统提议，无立法文本。2025 年 11 月 9 日特朗普在社交平台“真实社交”上提出；国家经济委员会主任哈西特称需国会批准，特朗普 2026 年 1 月 20 日表示无需国会即可发放。2026 年 2 月 20 日，最高法院裁定《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 不授权总统征收相关关税。此后政府改用《1974 年贸易法》第 301 条征收新关税，但该措施于 8 月 3 日遭 25 个州联合起诉。因此，分红计划的资金来源、法律依据及实际落地时间仍具有高度不确定性。
“预算协调 2.0”中的工薪阶层减税	作为第二个预算协调法案的备选内容之一：面向工薪阶层选民的额外税收减免，与医疗改革、削减赤字等并列；共和党研究委员会 (RSC) 框架亦包含通过税收工具降低住房、医疗、能源成本（如购房激励、能源成本抵扣）。	基本搁浅。RSC 于 2026 年 1 月 13 日发布《让美国梦重新可负担》框架，但共和党两院无法就议程达成共识，有共和党参议员称“看不到今年还能做协调法案”；众议院于 7 月 22 日以 216 票对 214 票通过 H.Con.Res.113，相关指令主要涉及国防、农业和选举管理，并未向负责税收立法的众议院筹款委员会下达新增个人减税指令。截至 8 月 6 日，参议院尚未通过该预算决议，因此 RSC 提出的住房、医疗及其他工薪阶层税收优惠尚未进入正式预算协调立法程序。
医疗“可负担性”框架的税收优惠扩容	将联邦医保补贴从保险公司转向消费者个人，预计通过扩大健康储蓄账户 (HSA) 等税收优惠账户的方式直接补贴低收入人群，实质为定向减税。	特朗普在 2026 年 2 月 24 日国情咨文中呼吁国会将该框架立法。众议院筹款委员会已于 2026 年 7 月 16 日推进价格透明、保险问责和医疗服务准入等部分配套法案。截至 8 月 6 日，相关法案尚未完成众议院全院及参议院审议，也尚未形成统一的医疗补贴或健康账户扩容法案。
“大而美”临时减税条款的永久化	“大而美”法案中小费免税、加班费免税、老年人额外扣除、车贷利息抵扣等最具政治卖点的条款均为临时条款，2028 年到期；将其永久化是下一轮减税立法的天然议题，也是共和党中期选举的动员话术（参议院财政委员会宣传口径：小费免税使服务业者次年多留 1300 美元、加班费免税使护士警察等多留 1400 美元）。	尚无正式立法动议，属结构性预期。共和党当前以宣传已生效减税成果为主（2026 年 1 月参议院财政委员会集中造势），增量立法预计留待 2028 年到期前或下届国会处理。

注：截至 2026 年 8 月 6 日

资料来源：白宫、参议院财政委员会、RSC 及国会文件、浦银国际整理

- **国会监督权：或是受政治冲击最大的部分，一旦共和党失去众议院，政治噪音或明显加大。**如果民主党控制众议院，那么国会监督权将发生根本性逆转，民主党将掌握众议院委员会的传票权、听证权、调查权。特朗普第二任期的争议行政行为（DOGE 裁撤机构、移民执法、司法部“武器化”等）将面临系统性调查。弹劾程序也可能启动——虽然参议院定罪需要 67 票、几乎不可能成功，但会消耗白宫大量政治资源。如果共和党同时失去参议两院，那么监督权从“单线突破”升级为“协同作战”，参众两院可以协同调查同一议题，形成双重压力。
- **人事变动确认：取决于共和党是否会同时失去参议两院控制权，若仅失去众议院控制权则影响有限。**联邦法官、内阁及高级官员任命由参议院确认。若共和党保住参议院，特朗普的司法与行政任命通道基本畅通，此项不受影响。然而，如果共和党同时失去了参众两院的控制权，那么这些高级官员的任命或将受阻，尤其是美联储理事的任命亦需要通过参议院确认（地区联储行长则不经参议院确认）。在民主党掌控参议院的情况下，未来任何美联储理事会的提名都有可能遭到冻结。然而，目前七名理事席位均已满，沃什也已就任主席，短期内并不会自然形成理事会长期空缺。只有 2027 年后出现空缺，民主党掌控下的参议院才可通过延迟确认，限制特朗普继续调整理事会构成。

最后，中期选举结果对关税、外交和移民等更多依托行政指令的政策则影响相对较小。值得注意的是，特朗普第二任期以来已经签署了 274 项行政令（截止到 2026 年 8 月 26 日），超过第一任期全部总量，这说明他的第二任期的施政模式高度依赖于行政权而非立法。

- **贸易政策：关税政策为行政主导领域，国会作用相对有限。**特朗普二次上任之后于去年 4 月推出的针对全世界的“对等关税”政策曾引起轩然大波，而后通过与大部分重要贸易伙伴在去年下半年签订贸易协议，以及与中国在 10 月底签订为期一年的暂缓期协议的方式平息。在今年 2 月 20 日，美国最高法院以 6 比 3 的多数意见驳回特朗普政府此前援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收大规模关税的行为，其中包括特朗普二次上任以后从去年 2 月起以芬太尼为由对中国、加拿大和墨西哥加征的关税，以及去年 4 月以来面向全球的“对等关税”政策。

不过特朗普政府亦迅速行动，应对高等法院的裁决。首先，在法院裁决公布的当天，特朗普立即签署新的行政令，依据《1974 年贸易法》第 122 条，对全球商品加征 10% 关税，为期 150 天，2 月 24 日起生效。在新关税生效前，特朗普在 2 月 22 日再次宣布将全球进口关税从 10% 提高至 15%，即刻生效。其次，自 2 月下旬起，特朗普政府就积极采用 232 调查和 301 调查为 122 关税到期后的接续方案铺路。今年 7 月以来，特朗普政府在关税方面的政策显著加码（图表 42）：7 月 15 日，美国宣布对多数巴西商品加征 25% 的 301 关税。7 月 20 日，特朗普依据 338 条签署公告，以加拿大在汽车、酒类和乳制品等领域对美国商品实施歧视性待遇为由，对价值近 200 亿美元加拿大商品加征 50% 关税。7 月 24 日，美国贸易代表办公室（United States Trade Representative, 简称 USTR）宣布对包括对 15 个已采取整改措施的贸易伙伴加征 10%、对其余 45 个贸易伙伴（含中国、越南、印度、日韩等）加征 12.5% 的 301 关税（301 条款无税率上限和期限限制），接替 7 月 24 日到期的第 122 条关税。301 关税政策自 8 月 1 日起生效，但将面临美国国内司法挑战——新关税政策已经受到了 25 个民主党州的起诉，认为这是行政部门的越权。

整体而言，国会控制权在关税政策上的作用较为有限。关税征收权虽宪法上属于国会，但历史上国会已授权总统可以在“国家安全”（232 条）、“不公平贸易”（301 条）等名义下自主行动。目前国会能够使用的工具有限：1）立法撤销授权难度极高。一方面，法案需要两院通过。若共和党仅失去众议院，仍在共和党控制下的参议院根本不会配合；即便两院均为民主党掌控，特朗普亦会立即否决，而推翻否决又需要两院各三分之二多数表决通过，这几乎不可能实现。另一方面，部分民主党议员（尤其是制造业州议员）对关税本身并无强烈反对意愿。2）理论上国会可以通过《国会审查法》（CRA）决议否决特定行政规章，但关税公告是总统公告而非行政规章，CRA 是否适用存在法律争议，且同样面临总统否决和推翻否决的双重障碍。3）如果特朗普希望以正式贸易协议（而非行政协议）的形式锁定与某国的谈判成果，那么将需要国会批准。但特朗普可以通过行政协议形式的贸易安排来绕过国会批准，这也是特朗普一贯以来的做法。（图表 12）。

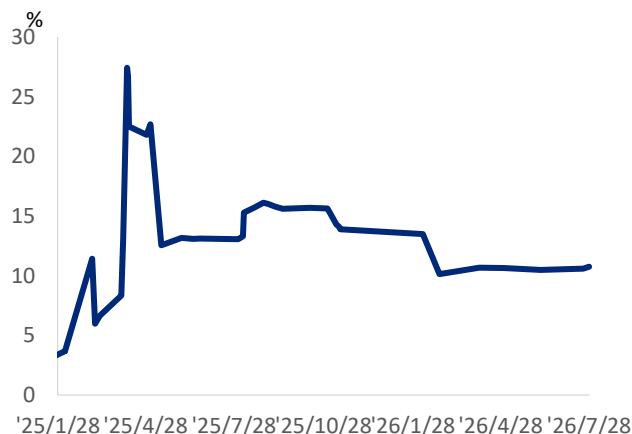
图表 12：中期选举不同结果下的关税政策影响

影响维度	共和党仅失众议院	共和党同时失两院
已生效关税（232/301）	完全不受影响	完全不受影响
新关税行动	基本不受影响	可能受拨款附加条件轻微干扰
关税授权立法撤销	不可能（参议院拦截）	理论可能，但总统否决权加推翻否决需要 2/3 两院，几乎不可能
贸易协议正式批准	共和党参议院可配合	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
贸易报复谈判姿态	不受影响	民主党调查可制造政治成本

注：若共和党继续成功控制两院则维持现状

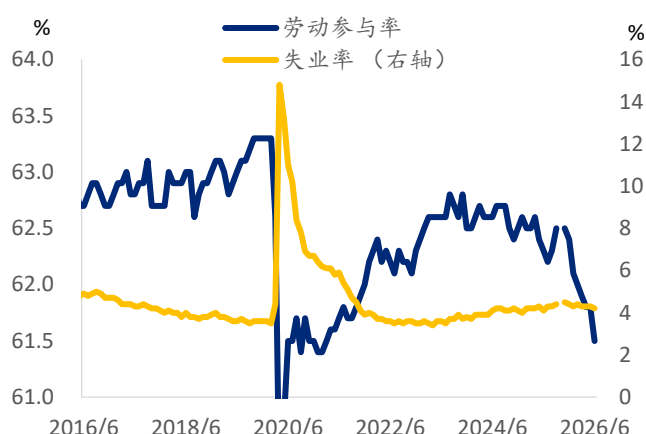
资料来源：浦银国际

图表 13：彭博社计算的美国加权平均关税税率在特朗普二次上任后的变化



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：美国的整体劳动参与率已经从 2025 年 1 月的 62.6% 下降到 2026 年 6 月的 61.5%



资料来源：CEIC、浦银国际

- **移民政策：移民执法是总统行政权主导的领域，国会控制权影响有限但或会加剧财政摩擦。**特朗普自 2025 年 1 月重返白宫后，在移民领域推行了其执政历史以来最大规模的执法行动。立法层面，特朗普上任首周即签署《莱肯·赖利法案》，强制拘留涉罪非法移民；“大而美”法案为移民执法拨付数千亿美元；2026 年 6 月又以 700 亿美元专项拨款法案确保 ICE 和边境巡逻队资金能够覆盖至任期结束。行政层面，特朗普签署了一系列行政令，包括宣布国家进入紧急状态、在西南边境部署军队、暂停庇护申请、终止“出生公民权”（后遭法院阻拦）、重启“留在墨西哥”政策，并大幅扩大了 ICE 的执法对象范围，从有犯罪记录者延伸至几乎所有无证移民。执法行动上，美国执法人员在全美多个城市展开突击行动，并将行动范围延伸至教堂、学校等此前被视为“敏感地点”的区域，引发了明尼阿波利斯枪击事件等严重冲突，这直接触发了国会长达 75 天的移民执法拨款僵局。关税政策亦被纳入移民政策范围，特朗普政府对加拿大和墨西哥最初加征的关税即以“芬太尼走私和非法移民”为由（今年 2 月被最高法院裁定缺乏法定授权）。

在特朗普强硬的驱逐移民执法下，我们看到美国的整体劳动参与率已经从 2025 年 1 月的 62.6% 直线下降到 2026 年 6 月的 61.5%（图表 14）。我们认为今年以来失业率的稳中有跌更多是由于驱逐移民导致的供给下降，而不是需求上升。根据美国经济政策研究所（EPI）和国家美国政策基金会（NFAP）估算，若特朗普政府达成年度百万人遣返目标，到 2028 年可能造成劳动力市场损失约 590-680 万个就业岗位。

由于当前关于驱逐非法移民的立法、核心执法预算已经到位，《安全美国法案》（“Secure America Act”）已将核心执法资金锁定至 2029 财年，民主党难以仅靠年度拨款直接削弱 ICE 和 CBP 的核心资金。由于执行权在行政分支，国会控制权的影响或较为有限。不过，民主党若控制众议院，仍可以通过听证施压，切断未来新增拨款以及推动个案救济立法来增加执行摩擦。然而，民主党或难以从根本上逆转已在推进的执法态势；其更大作用是延缓资金进一步扩张。

- **外交政策和军事行动：军事与外交主导权基本不变，但在国防和外交拨款方面将受到一定影响。** Article II 赋予总统军事指挥和行动层面的重要权力。特朗普此前对多国发动空袭、对伊朗发起军事行动、退出巴黎协定/世界卫生组织等举动，均主要依托行政权。国会潜在施加影响的主要工具有：1) 国防授权法案（NDAA）每年必须由国会审议通过，民主党控制的众议院可以拒绝授权特定项目，但完全扣押整个国防预算政治代价极高，历史上两党通常会在 NDAA 上妥协。2) 对外援助通常依靠国会拨款，民主党众议院可以削减或附加条件。3) 原则上，《战争权力法》是一个强大的制衡工具，但在历史上从未成功阻止美国任何一次已经启动的总统发起的军事行动。4) 如果特朗普试图以正式条约形式（而非行政协议）锁定某项外交成果——例如与俄罗斯的乌克兰停火安排、与伊朗的核协议——将需要参议院三分之二多数批准，民主党参议院可直接拦截。不过特朗普也可以用行政协议方式跳过表决。

总结来说，若共和党仅失去众议院，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；若同时失去两院，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。

图表 15：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门槛制约，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

三、中期选举结果将对美国宏观经济和货币政策产生何种影响？

根据第二部分的政策分析，中期选举对美国宏观经济影响最大的将是新立法、财政扩张/收缩空间、拨款权和监督权。这将直接影响财政赤字率和政府债务，并间接影响美国通胀率和经济增长。值得注意的是，去年7月签署的“大而美”法案已经将2017年减税政策永久化，小费/加班费/老年人额外扣除/车贷利息抵扣等临时条款有效期设定至2028年，CBO预测美国未来十年将新增赤字约3.3万亿美元。而支出底线——Medicaid 削减（预计逾1180万人失去医保）、SNAP 削减、ICE 拘留床位扩至10万张等条款均已写入法律，中期选举无法直接撤销，只能通过新立法或拨款约束边际限制。具体地说：

- 若共和党继续成功控制两院，减税计划有望在“大而美”法案的基础上进一步扩展，拉高赤字率和整体政府债务。在这种情况下，共和党将继续掌握预算和解通道，其提倡的将“大而美”法案中的临时减税条款的永久化、医疗“可负担性”框架的税收优惠扩容以及国防支出等议程仍有推进空间。此背景下的财政政策是三种情景中最具扩张倾向的。短期内，减税与财政刺激对经济增速有温和提振作用，但也可能会加大通胀黏性。中期来看，在联邦债务和利息支出已处高位的背景下，财政政策进一步扩张也将加大中期赤字与债务压力（图表16）。

除了增量财政刺激之外，共和党控制两院也有利于追加拨款及相关执法议程推进，劳动供给收缩趋势在三种情况下将最为显著。叠加移民冲击劳动力供给和财政扩张的通胀风险，我们认为美联储的货币政策走向有可能被改变，或推迟降息/增加加息概率。这或将进一步通过利率渠道影响房地产、消费信贷和企业投资。因此，移民冲击加财政扩张并不利于中期美国经济增长和可持续发展。不过，我们亦不需要过于高估特朗普政府进一步减税和增加移民拨款的能力。

- 若民主党控制两院，新增减税刺激基本被排除，政府“停摆”、债务上限和拨款条件谈判的风险为三种情景中最高。在这种情况下，民主党将掌握立法主动权，但面对共和党总统的否决权，重大立法仍需妥协。政策方向上，民主党倾向恢复被“大而美”法案削减的SNAP/ACA 补贴、增强版ACA 税收抵免等（增加部分支出），同时可能推动对高收入/企业加税以筹资。这和共和党倡议的财政政策有明显差别，或导致僵局以及在关税和拨款等问题上的拉锯。新增减税刺激基本被排除，财政扩张力度在三种中期选举结果情况下最弱，对经济增速的边际拉动和通胀的边际推升作用最小。由于民主党控制国会的情况下有加税谈判可能，财政赤字率和政府债务或有低于当前美国国会预算办公室（CBO）基准预测的可能性（图表17）。在此情况下，对经济增速和通胀的冲击或中性偏下。

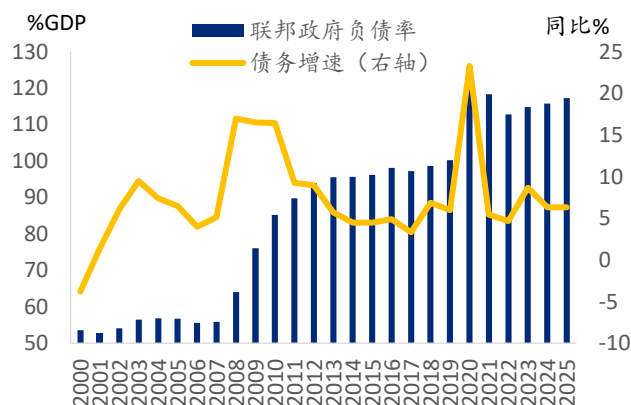
然而，这种情况下政府“停摆”、债务上限和拨款条件谈判的风险在三种情景中最高。所有国防和外交拨款都需要两党妥协，重要外交人事任命的政治压力亦可能显著上升，形成真正意义上的系统性制衡。其影响或是双刃剑。一方面，若政府频繁“停摆”、美国经济增速或受到负面影响。另一方面，民主党可通过两院监督、未来拨款条件及拒绝追加资金增加移民政策执行摩擦，政策推进速度可能放缓，中期来看收紧移民政策对劳动供给的负面影响或边际减小，因为劳动供给减少而抬升通胀率的概率将降低。

因此，该情况对美联储货币政策方向的影响或小于共和党继续控制两院的情况。不过值得注意的是，控制参议院的民主党可以冻结未来的美联储理事会提名。虽然当前理事席位已满，近期利率路径可能受到的直接影响有限，但是如果将来理事席位出现空缺，这或成为两党谈判筹码之一。

- **分裂国会或是最稳定情况，尽管这种“稳定”是脆弱的。**在共和党仅失去众议院但仍控制参议院的情况下，共和党失去的是预算和解程序这一关键武器和众议院发起的拨款权。增量减税提议基本落空，最大可能是财政政策被冻结在现有法律轨道（“大而美”法案既有条款继续生效），赤字与债务大体沿 CBO 基准演进，既无新增刺激、也难有实质削减；政府拨款与债务上限谈判风险上升，但低于民主党控制两院的情景。在此情景下，特朗普更依赖关税、监管、外交等行政手段，对宏观的影响转向贸易政策而非财政政策。该情况对经济增速和通胀率的影响或较为中性，对美联储货币政策的影响或最小。

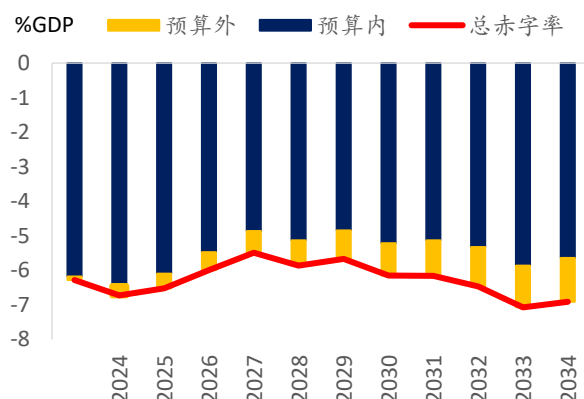
值得注意的是，外生变量的影响可能盖过中期选举的财政效应。超级 AI 投资周期对美国增长和通胀的影响、美伊冲突推升的油价、最高法院关税裁决后的关税走向、美联储降息路径与较高的国债收益率等因素，对 2027–2028 年通胀与增速的影响可能大于中期选举后的财政边际变化，需并行跟踪。此外，亦需要关注如果共和党“横扫两院”，债券市场对财政可持续性的担心引发重新定价、反噬经济增长的尾部风险。

图表 16：美国政府债务负担继续上升，但增速略微和缓



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 17：CBO 预测的美国财政赤字率：2027-2034 年

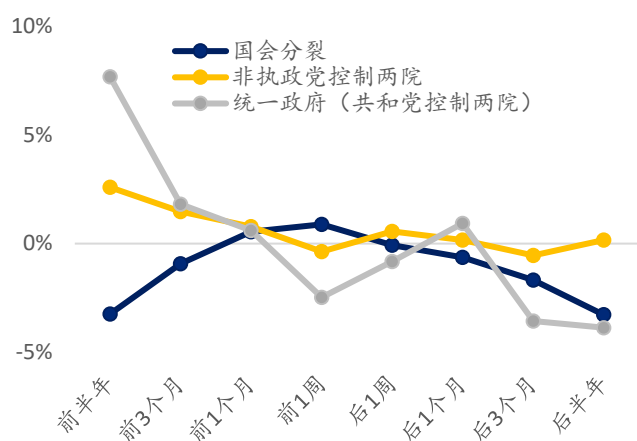


资料来源：CBO、浦银国际

四、中期选举结果将如何影响美国汇率和利率市场？

中期选举本身不适合作为独立的美元或美债择时信号。我们选取了 1974 年到 2022 年的中期选举样本，来研究美国中期选举和美元指数、10 年期美国国债收益率的历史表现关系。我们发现中期选举并未对美元指数和 10 年期美国国债收益率形成统一、稳定的方向影响（图表 18、图表 19）。不同国会情景下，短期与中期表现经常反转，说明选举结果更多通过财政预期和风险偏好产生边际影响。

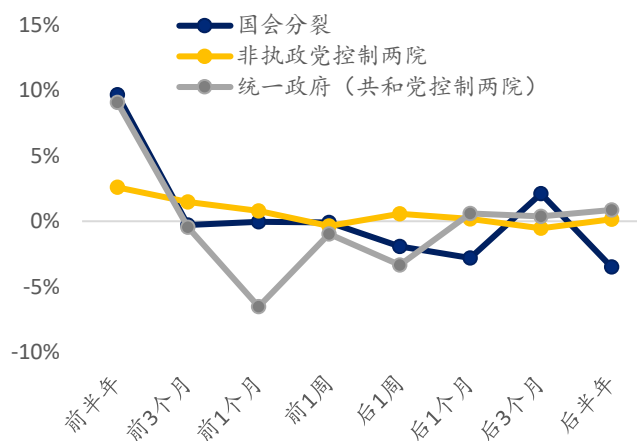
图表 18：美元指数中期选举前后平均表现



资料来源：CEIC、浦银国际计算

注：图中数据点来自不同时间下美元指数数值相对于选举日数值的变化，取自 1974-2022 年中期选举年不同选举结果下的数据均值

图表 19：10 年期美债收益率中期选举前后平均表现



资料来源：CEIC、浦银国际计算

注：图中数据点来自不同时间下国债收益率数值相对于选举日数值的变化，取自 1974-2022 年中期选举年不同选举结果下的数据均值

更有效的判断框架或是国会格局决定财政政策空间，美联储周期决定利率方向，再结合经济增长、通胀数据和风险偏好等决定美元与长端收益率的实际走势。我们将 13 次中期选举按货币政策周期拆分后，资产表现与“加息—暂停—降息”状态的对应关系，明显强于与国会控制格局的对应关系（图表 21）。中期选举主要改变财政执行能力、赤字和国债供给预期；只有当这些变化足以影响增长、通胀或期限溢价时，才会进一步传导至美元与长端利率。因此，中期选举更适合作为宏观状态下的情景修正项，而不是独立的方向信号。值得注意的是，不论是失去众议院还是同时失去参众两院，“特立独行”的特朗普或不会和他的前任们那样甘愿成为“跛脚鸭”（Lame-Duck President）。正如我们在第二部分讨论的那样，我们预计特朗普仍将延续行政命令式执政风格，将在职权范围内尽可能扩大行政命令的适用范围，施加其个人影响力。7 月 27 日，特朗普在社交媒体“真实社交”上发布了头戴“特朗普 2028”红帽的照片暗示将参加下一届总统竞选。

对比特朗普第一任期内 2018 年的中期选举，类似的中期选举结果都可能造成不同的资产价格表现。2018 年特朗普所在的共和党在中期选举前同样控制了国会，在 2018 年中期选举后失去了众议院的控制权。在 2018 年的中期选举后，我们看到美元指数曾短暂上扬，而后的两个月在波动中有所下行（图表 20），但是把时间轴拉长到半年，美元指数中期有所反弹（图表 21）。整体而言，中期选举对美元指数的影响似乎不大。而 10 年期国债收益率则在中期选举后一路下行。不过利率下行也并不主要是因为中期选举，而是和政策利率周期变化有关——2018 年年底已经是此前加息周期的尾声，2018 年 12 月最后一次加息后美联储就进入了暂停加息周期，市场随后交易货币政策转向或是国债收益率下行的主要原因。

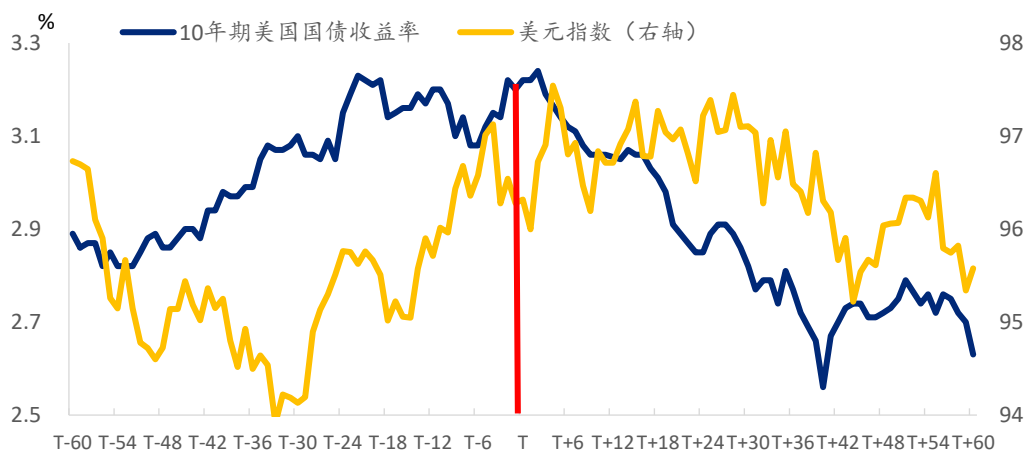
然而，2018 和 2026 年的宏观环境存在显著差异：2018 年的美国处在经济增长较快，低通胀和低失业率的良好经济环境。而 2026 年的美国经济正面临增长放缓、通胀压力仍有待观察、财政赤字压力增加的较为复杂局面。与此同时，我们对今年 11 月的基本判断是加息预期会随着油价和通胀压力下降而降温，降息预期随着美国经济动能的潜在走弱而有所升温，和 2018 年的加息周期接近尾声亦有一定差别。

在其他条件不变的情况下，民主党控制国会或利好美国长期国债，反之共和党控制国会或利空美国长期国债。民主党控制国会情形下，潜在的财政赤字率预期收窄似乎有利于 10 年期国债收益率下行，从而利好美国长期国债。然而，政府“停摆”、债务上限和拨款条件谈判的风险亦为三种情景中最高。政府“停摆”风险将扰动债市，市场波动或显著增加。分裂国会在符合市场预期预期的情况下或对债市影响或有限。共和党继续控制国会下潜在财政赤字率预期的扩大或将进一步拉高 10 年期国债收益率，不利于美国长期国债，尽管我们认为扩大空间亦有限。值得注意的是，选举预期与实际结果的差距或亦会起到放大选举结果影响的作用。如果在市场基本认定分裂国会的情况下、特朗普所在的共和党意外再次横扫两院，那么对美债的负面冲击或有所扩大。类似的，如果在市场基本认定分裂国会的情况下，民主党成功控制国会，对美债的正面影响亦可能被小幅放大。

中期选举结果对美元指数的影响则较不明确。以共和党控制两院为例，一方面，预计的 10 年期国债收益率的上行有助于增加美国和其他国家的利差，叠加财政刺激加码对经济增长的短期正面效应或有利于美元表现。另一方面，对美国高债务水平的担忧亦可能导致类似于 2025 年特朗普宣布“对等关税”政策后“去美元化”投资策略的卷土重来，美国资产信用风险的上升并不利于美元表现。而民主党控制两院则反之。分裂国会在符合市场预期预期的情况下或对美元指数影响亦有限。

在实际操作中，在今年宏观经济和货币政策走向能见度有限的情况下，中期选举或仅能起到边际影响。我们认为今年 11 月中期选举前后的美伊局势、通胀、增长和货币政策走向预期才是决定汇率和利率市场走势的更关键因素。

图表 20：2018 年中期选举前后美元指数和 10 年期美国国债收益率的走势



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 21：逐次中期选举分利率阶段下的市场表现

年份	国会情景	利率阶段	美元指数 T+1 月	T+3 月	T+6 月	美债收益率 T+1 月	T+3 月	T+6 月	当时宏观与政策背景	归因判断
1974	非分裂国会	降息	-1.5%	-4.4%	-5.6%	-2.1%	-4.2%	3.6%	衰退、第一次石油冲击后的高通胀，政策利率快速回落	衰退与降息；选举为次要变量
1978	统一政府	加息	2.7%	-0.2%	2.3%	0.3%	2.6%	6.0%	通胀继续上升，美联储收紧，美元政策与国际收支压力并存	通胀与美联储收紧；选举影响有限
1982	国会分裂	降息	-3.4%	-1.8%	-2.0%	2.1%	4.0%	-1.9%	沃尔克紧缩见顶后进入衰退式宽松，通胀快速回落	反通胀进程与快速降息
1986	非分裂国会	暂停	-1.9%	-9.3%	-13.0%	-4.1%	-1.1%	16.6%	此前降息结束，油价暴跌压低通胀，政策进入稳定期	油价与通胀；选举为边际影响
1990	非分裂国会	降息	0.7%	-1.9%	12.9%	-4.0%	-8.6%	-5.5%	经济衰退、储贷危机与海湾局势，美联储持续宽松	衰退、信用压力与降息
1994	非分裂国会	加息	4.0%	2.4%	-6.2%	-2.7%	-6.0%	-16.4%	美联储进行快速预防式加息，债券市场重新定价	加息速度与期限溢价
1998	非分裂国会	降息	0.9%	2.3%	7.7%	-4.2%	1.0%	12.6%	俄罗斯违约、美国长期资本管理公司（LTCM）危机，应急式降息	外部金融冲击与避险宽松
2002	统一政府	降息	0.2%	-5.9%	-9.0%	0.7%	-2.0%	-4.4%	互联网泡沫后复苏乏力、通缩担忧，选举次日降息 50 个基点	增长与通缩风险；政策反应紧邻选举
2006	非分裂国会	暂停	-3.1%	-0.8%	-4.4%	-3.6%	1.7%	-0.4%	加息周期结束，政策利率维持高位，住房市场开始降温	加息滞后效应与住房周期
2010	国会分裂	暂停	4.7%	0.6%	-4.9%	14.4%	33.8%	25.9%	政策利率接近 0，选举次日宣布 QE2	QE、通胀预期与全球风险偏好
2014	非分裂国会	暂停	2.0%	8.0%	9.8%	-4.3%	-23.0%	-8.1%	零利率维持不变，但 QE 在 10 月结束；油价下跌、美国相对增长占优	政策分化、油价与相对增长
2018	国会分裂	加息	0.5%	0.1%	1.2%	-10.9%	-16.2%	-22.1%	加息周期持续至 12 月，四季度风险资产下跌，市场随后交易美联储政策转向	风险偏好与美联储转向预期
2022	国会分裂	加息	-4.4%	-5.7%	-7.5%	-15.9%	-12.3%	-15.0%	高通胀下快速加息，但通胀见顶和放慢加息预期开始升温	CPI 与未来政策路径；选举影响次要

资料来源：同花顺、浦银国际整理分析

五、美国中选临近，资产配置再布局

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。

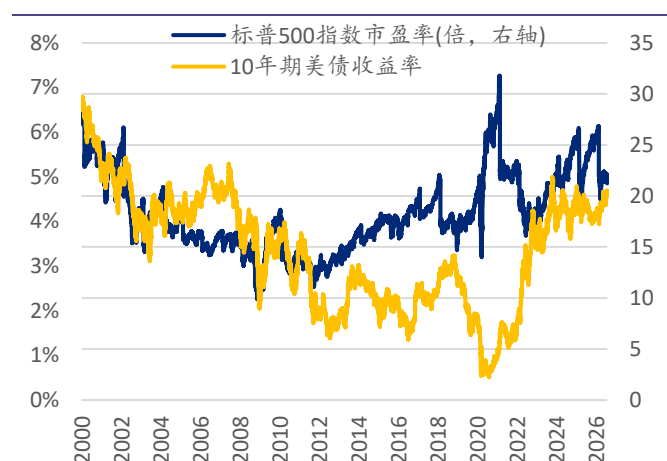
如果国会分裂，大类资产表现排序预计为债券>贵金属>美股>美元。根据上文分析，分裂国会的可能性（50%）或仍高于民主党同时控制两院（32%），以及共和党同时控制两院（可能性：12%）。因此，在国会分裂的基准情景下，特朗普主张的部分政策将难以推进，市场对大规模财政支出的预期下降，赤字扩张速度放缓，十年期美国国债收益率趋于下行，债券价格受到支撑。大宗商品上，黄金和白银等贵金属有望受益于美元走弱和不确定性对冲需求。但如果特朗普政府通过掌控能源资源压低油价，原油的表现可能会承压。随着中期选举不确定性消退，美股有望短期修复，但关税和移民等政策仍具延续性，修复幅度可能有限。因此，下半年大类资产配置上，我们相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。

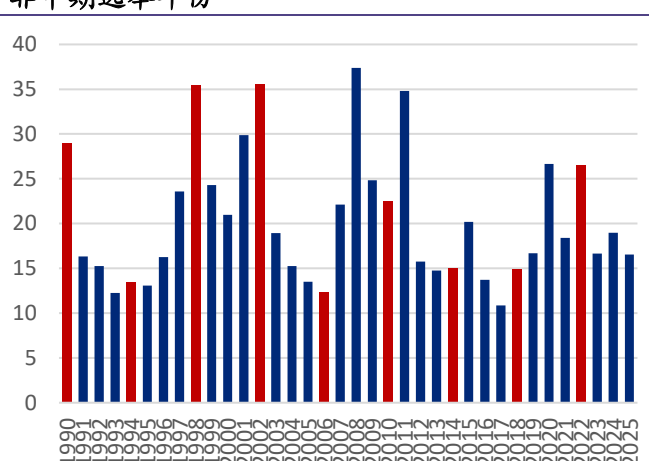
我们预计下半年美股的波动将加大。美联储主席沃什取消了利率前瞻指引，且市场紧盯油价及 AI 对通胀的影响，因此无论美联储意外加息还是“按兵不动”都可能引发市场震荡。近期，美债长端利率异常上行，对市场的压制可能会超过企业盈利的支撑，而美股在偏高的估值与集中度下或尚未充分反映这一压力（图表 22）。另外，需留意美股波动率往往在中选前的 8 月至 10 月攀升，VIX 指数平均上升 16%（均值为 22.7），明显高于其他非中期选举年份的 12.7%（均值为 19.6）（图表 23）。在下半年市场震荡加剧的情况下，布局上 AI 主线可聚焦盈利兑现能力，并适当增配银行、消费、医疗健康等非 AI 板块。

图表 22：十年期美债 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 23：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。

六、历届美国中选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 24）。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 24）。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 24：1978 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 25）。

图表 25：1978 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 26）。

图表 26：1978 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

七、三种情景解析中选前后市场将如何演绎

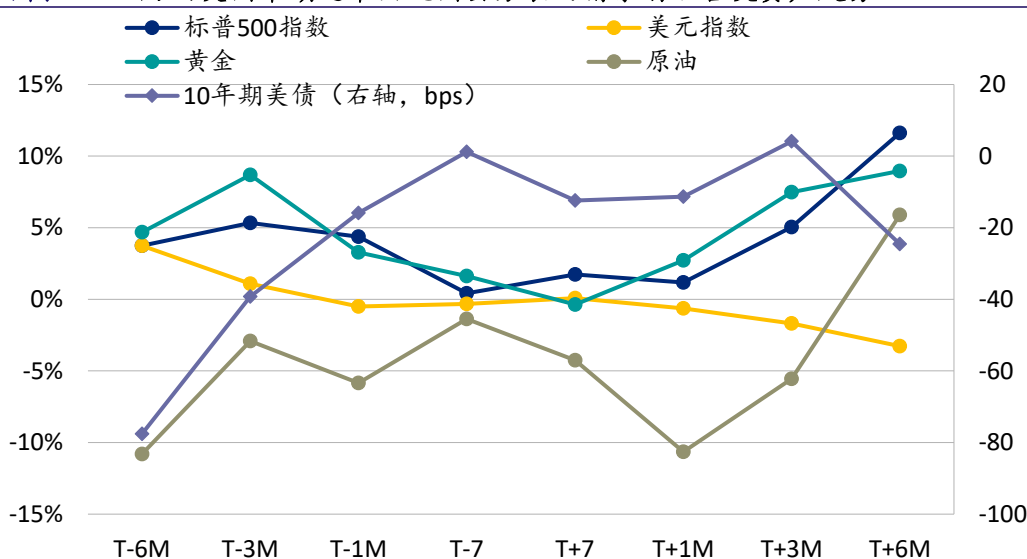
正如上述分析，大类资产受选情短期影响有限，中期选举后三个月后才出现确定性信号，其驱动力更多来自经济和企业增长、通胀水平、财政与货币政策等基本面因素。根据上文分析，每一种中期选举结果对美国各项政策的影响各异（图表 15），分裂国会的可能性（50%）或仍高于民主党同时控制两院（32%），以及共和党同时控制两院（可能性：12%）。因此，我们把国会中期选举情况分为三种，并对不同情景下美股、美债、美元、黄金等主要大类资产的表现进行回测，最后结合当前环境对不同情景下的大类资产走势进行预判。

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。

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 27：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 28：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

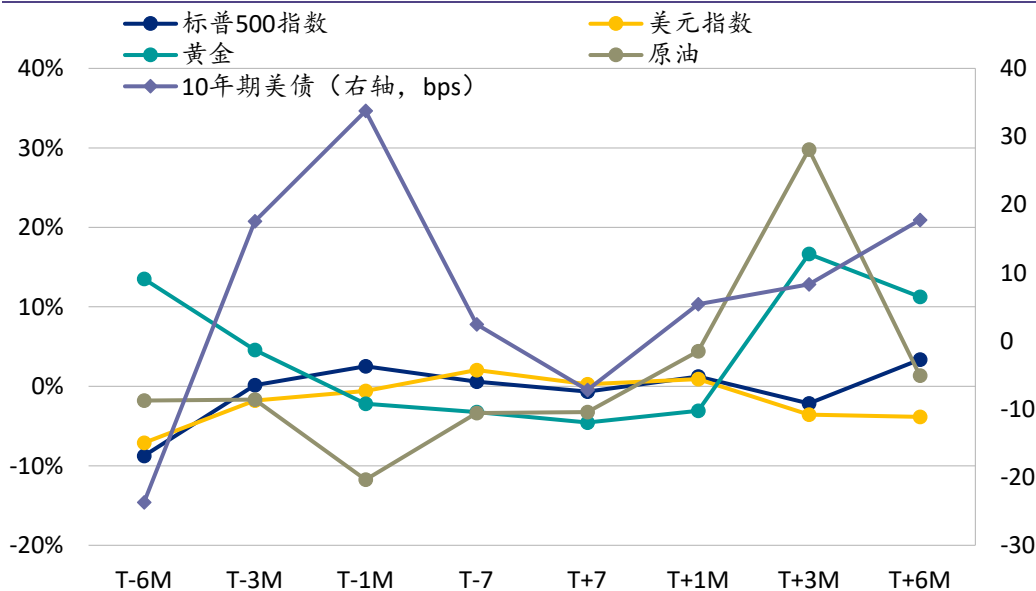
情景二、统一政府（总统所在党同时掌控参众两院）

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。

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 29：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 30：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）。

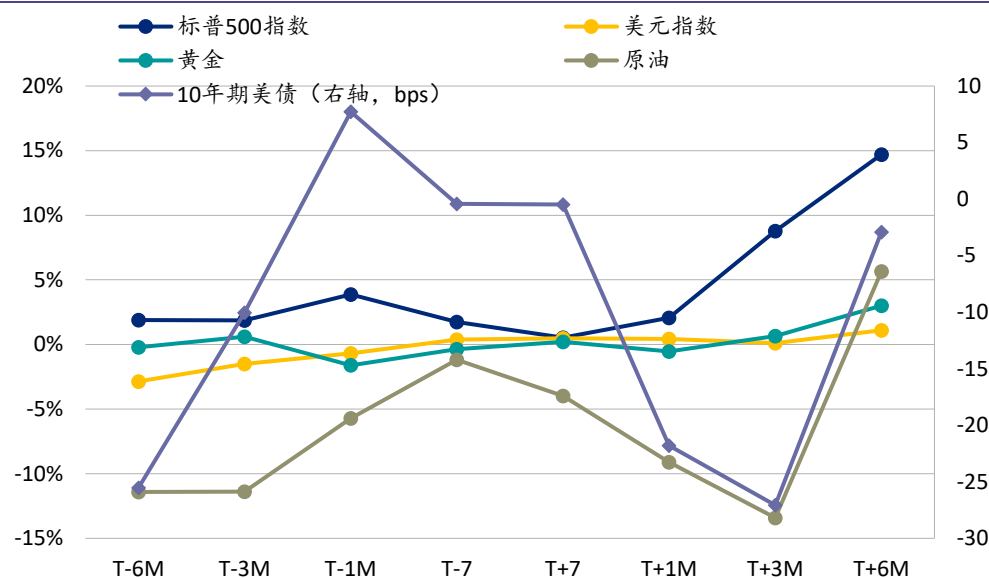
资料来源：Bloomberg、浦银国际

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。

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 31: 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 32: 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）。

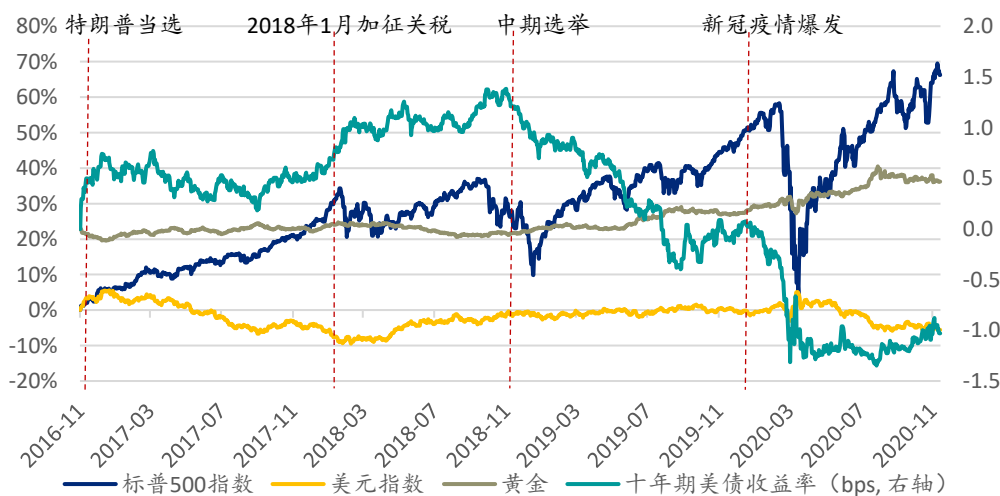
资料来源：Bloomberg、浦银国际

八、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 33）。

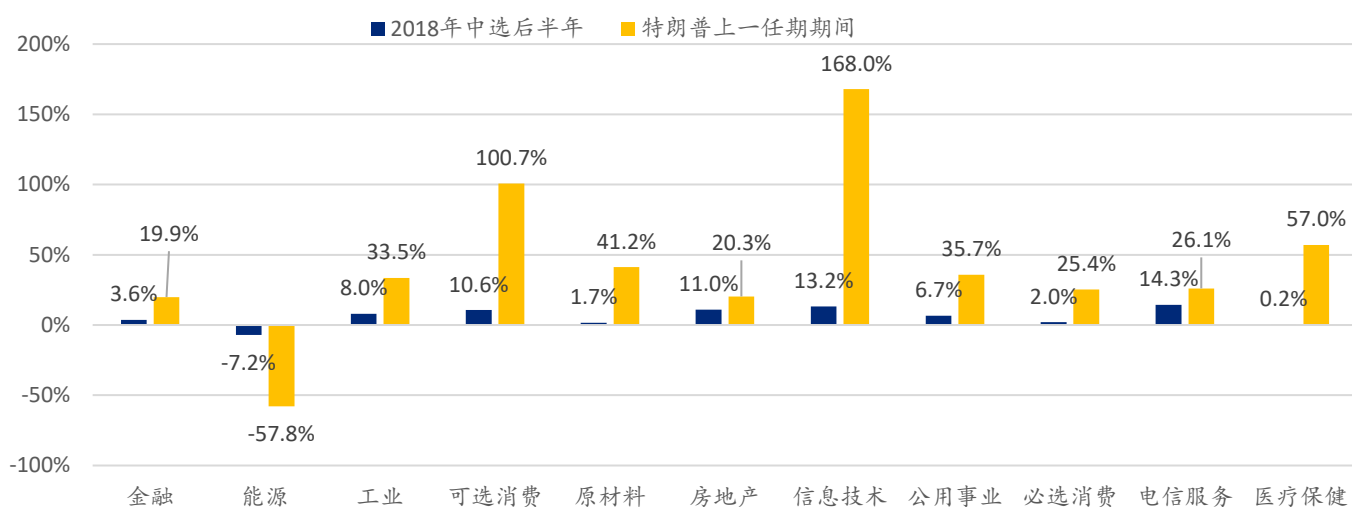
图表 33：特朗普上一任期期间，美股、美债、美元和黄金的走势



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 34）。

图表 34：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

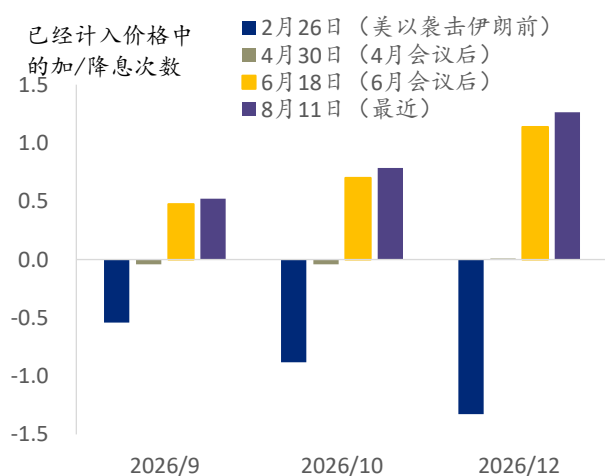


注：图中“特朗普上一任期期间”指 2016 年 11 月 9 日至 2020 年 11 月 8 日。中期选举后半年计算区间为 2018 年 11 月 6 日至 2019 年 5 月 6 日。

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 35），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 36），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。

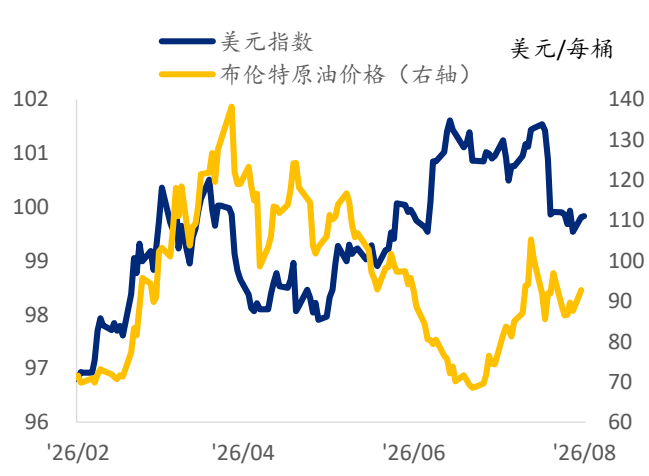
图表 35：7 月美联储会议后延续加息预期



注：数据截至 2026 年 8 月 19 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 36：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 19.6 倍和 23.8 倍，明显高于 2018 年 11 月 6 日中期选举时约 16.0 倍和 19.9 倍。它们的估值在 2018 年 12 月底暴跌后进一步回落至约 13.7 倍和 17.0 倍，为后续强劲反弹留出了充足空间。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。

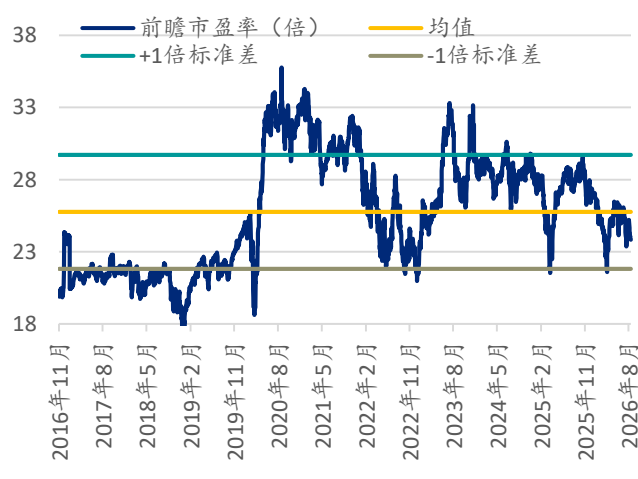
图表 37：标普 500 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 8 月 25 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 38：纳斯达克指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 8 月 25 日。

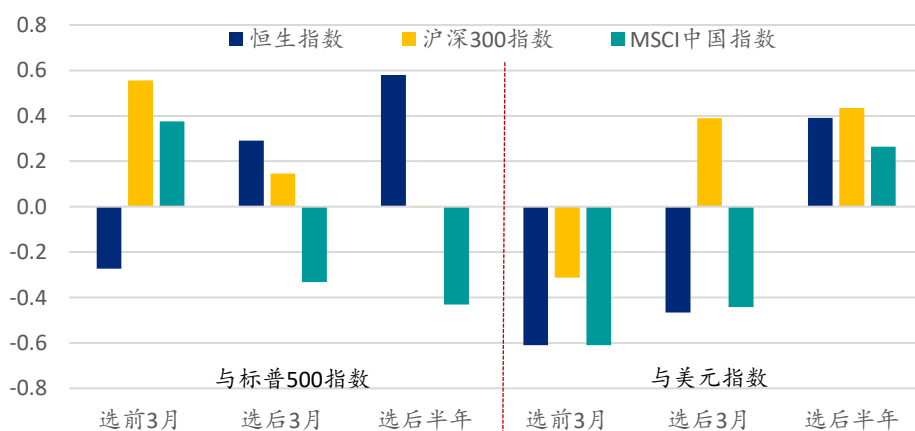
资料来源：Bloomberg、浦银国际

九、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 39）。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 39：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26日，恒生指数的前瞻市盈率升至10.7倍，位于其过去五年均值正0.8倍标准差附近（图表40），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41），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16.3倍，低于其过去五年均值负0.7个标准差，也显著低于美股纳斯达克指数的23.8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 40：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至2026年8月26日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 41：沪深300指数前瞻市盈率



注：数据截至2026年8月26日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

图表 42：特朗普开启第二任期后在关税方面的新举措

时间	事件
25 年 2 月 1 日	宣布加征墨西哥和加拿大商品 25%关税，延迟 1 个月执行。加征中国商品 10%关税，2 月 4 日执行。
25 年 2 月 10 日	宣布对钢铝加征 25%关税，延期 1 个月执行。
25 年 3 月 4 日	正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25%关税，再加征中国商品 10%关税。
25 年 3 月 6 日	加墨所有在 USMCA 协议内商品的加征关税可豁免。
25 年 3 月 26 日	特朗普在白宫签署公告，宣布对进口汽车加征 25%关税，4 月 2 日生效。
25 年 4 月 2 日	“对等关税”公布，设立最低基准关税 10%，并对贸易逆差最大国家实施更高的个性化“对等关税”。
25 年 4 月 9 日	暂缓对除中国外的其他国家/地区的个性化“对等关税”实施 90 天，对中国“对等关税”增至 84%。而后数次加征。
25 年 4 月 11 日	白宫更新其豁免清单，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。
25 年 4 月 14 日	美国商务部宣布启动对芯片和药品进口调查。
25 年 5 月 8 日	美国和英国达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步，换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从 27.5%降为 10%。
25 年 5 月 12 日	中美发表联合声明，双方同意暂时降低部分关税：在 90 天内，特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从 145%降低至 30%。中国亦暂时将对美国商品的关税从 125%下调至 10%。
25 年 6 月 3 日	特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从 25%提高至 50%，自美东时间 6 月 4 日凌晨起生效。
25 年 6 月 11 日	特朗普在中美伦敦会谈后表示美方会将对中国商品的关税维持在 55%，而中方将放开稀土的出口管制。
25 年 7 月 2 日	特朗普宣布美越达成贸易协议，美国决定将对越南商品征收 20%关税（原本 46%），并对“转自第三国”的商品征收 40%关税。此外越南给予美国零关税进入权，并将为美国提供完全的市场准入。
25 年 7 月 7 日	特朗普公布第一波征税函，对日韩等 14 国征收 25%-40%不等关税。8 月 1 日起执行。
25 年 7 月 9 日	特朗普公布第二波征税函，对巴西等 8 国征收 20%-50%不等关税，对进口铜征收 50%的关税。
25 年 7 月 10 日	特朗普宣布 8 月 1 日起对加拿大加征 35%关税，称对未接到关税函国家征收 15%或 20%的统一关税。
25 年 7 月 15 日	特朗普宣布美国与印尼达成贸易协议，美国将对印尼出口产品征收 19%关税（原本 32%），印尼对美国出口产品免征关税。印尼承诺购买 150 亿美元的美国能源、45 亿美元的美国农产品以及 50 架波音飞机。
25 年 7 月 22 日	特朗普宣布与日本达成重大贸易协议：将关税率统一降至 15%，日本承诺向美国投资 5,500 亿美元，并开放汽车、大米等市场。日本汽车出口到美国的加征关税幅度减半至 12.5%。
25 年 7 月 22 日	宣布与菲律宾达成贸易协议，加征关税下调至 19%（此前：20%），菲律宾将对美国开放市场和实行零关税。
25 年 7 月 28-29 日	中美在斯德哥尔摩举行第三轮经贸会谈。
25 年 7 月 29 日	特朗普宣布与欧盟达成贸易协议。欧盟将增加对美国投资 6,000 亿美元，购买美国军事装备和价值 7,500 亿美元的美国能源产品，开放其 20 万亿美元的市场，并首次完全接受美国的汽车和工业标准。
25 年 7 月 31 日	宣布与韩国达成贸易协议。韩国将对美全面开放贸易以及实行零关税，接受包括汽车、卡车和农产品在内的美国产品，将向美国提供 3,500 亿美元投资项目，采购 1,000 亿美元的液化天然气或其他能源产品。
25 年 7 月 31 日	特朗普更新各国和地区关税税率，将除中国外的国家和地区大致分为三类，并宣布和墨西哥谈判暂缓 90 天。
25 年 8 月 6 日	美国再对印度加征 25%的关税，4 月起加征幅度高达 50%。
25 年 8 月 12 日	中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布：自 2025 年 8 月 12 日起再次暂停实施 24%的关税 90 天。
25 年 9 月 14-15 日	中美双方在马德里举行第四轮会谈，就 TikTok 所有权问题达成基本框架共识。
25 年 9 月 25 日	特朗普宣布自 10 月 1 日起，美国将对进口的所有品牌或专利药品征收 100%关税；对所有厨房橱柜、浴室柜及相关产品征收 50%关税、软体家具征收 30%关税；对在美国境外生产的大型卡车征收 25%关税。
25 年 10 月 3 日	宣布对中国拥有、运营、建造的船舶，以及所有外国制造的汽车运输船征收港口费。10 月 14 日开始执行。
25 年 10 月 6 日	特朗普在其社交平台上发文，自 11 月 1 日起对进口至美国的中型和重型卡车将被征收 25%的关税。
25 年 10 月 10 日	特朗普宣布 11 月 1 日起对中国加征 100%的新关税。而后副总统万斯表明特朗普愿意和中国进行理性谈判。
25 年 10 月 24-27 日	中美进行第五轮经贸会谈，就多项贸易问题达成共识，加征 100%关税或不会实施。

25 年 10 月 30 日	中美元首在釜山会晤。双方同意暂缓出口管制和“对等关税”实施一年，美方取消加征的 10%“芬太尼关税”和暂停海事、物流和造船业的“301 调查”一年。
25 年 11 月 10 日	特朗普称和印度即将达成贸易协议。印度媒体此前报道，印度对美出口关税或从 50%降至 15-16%。
25 年 11 月 15 日	美国贸易代表格里尔透露，美方已和瑞士达成新的关税协议，瑞士政府也在社交媒体平台上发帖称关税将从 39%降至 15%。作为协议的一部分，瑞士公司承诺在 2028 年底前向美国投资约 2000 亿美元。
25 年 11 月 20 日	特朗普签署行政令，取消 7 月对巴西加征的 40%关税中牛肉、咖啡、可可、水果等农产品部分。
26 年 1 月 15 日	美台达成贸易协议：台湾“对等关税”降至 15%且不叠加，在半导体等 232 条款关税上获最惠待遇；台湾半导体及科技企业将对美新增 2500 亿美元直接投资，台当局另提供 2500 亿美元赴美投资信用担保。
26 年 2 月 20 日	美国联邦最高法院以 6:3 裁定特朗普政府依据 IEEPA 征收的大规模关税违法，涉及行政令 14193、14194、14195、14245、14257 等项下全部关税（含对等关税与芬太尼关税），约 1750 亿美元已征关税面临退还。当晚特朗普宣布援引《1974 年贸易法》第 122 条对全球商品加征 10%临时关税，并启动多项新调查。
26 年 2 月 21 日	特朗普在社交平台宣布将第 122 条临时关税从 10%提高至 15%（该条款允许的上限），但此后未见正式生效安排，实际执行税率仍为 10%。
26 年 2 月 24 日	第 122 条 10%全球临时附加关税正式生效，为期 150 天（至 7 月 24 日）；同日凌晨起 IEEPA 项下关税全部失效，相关税号在报关系统中作废，2 月 28 日前抵港的在途货物可豁免附加税。
26 年 2 月下旬	特朗普政府启动“B 计划”：USTR 宣布就药品定价、数字服务税、对美科技企业歧视、海鲜大米贸易措施等发起新的 301 调查；另据报道正筹备依据 232 条款对半导体、药品、无人机、工业机器人、多晶硅等多个行业加征国家安全关税。
26 年 3 月 11 日	USTR 正式对“全球制造业结构性产能过剩”（涉 16 个经济体）和“强迫劳动执法不力”（涉 60 多国）发起两项 301 调查，为第 122 条关税到期后的接续方案铺路。
26 年 5 月上旬	美国国际贸易法院裁定第 122 条关税缺乏法律依据，政府上诉，关税暂继续征收；另据 CBP 通知，被最高法院认定非法的 IEEPA 关税首批电子退款 5 月 12 日起发放（3 月单月第 122 条关税征收额达 83 亿美元）。
26 年 6 月 1 日	特朗普签署公告修订钢、铝、铜 232 关税制度（6 月 8 日生效，至 2027 年 12 月 31 日）：农业设备关税从 25%降至 15%；含至少 85%美国熔炼金属的外国资本设备可适用 10%税率。
26 年 7 月 1 日	美欧贸易协议安排生效：欧盟商品适用 15%“全包式”关税上限，欧盟因此被排除在第 122 条到期后的 301 关税重置方案之外。
26 年 7 月 15 日	美国对多数巴西商品加征 25%的 301 关税，7 月 22 日生效。
26 年 7 月 20 日	特朗普依据 338 条签署总统公告，以加拿大在汽车、酒类和乳制品领域对美国商品实施歧视性待遇为由，对近 200 亿美元加拿大商品加征 50%关税，定于 8 月 19 日生效。
26 年 7 月 21 日	特朗普在社交媒体发文表示，自 2026 年 8 月 1 日起，所有进口到美国的仿制药将在未来两年内继续适用零关税。两年期满后，相关产品将被征收 100%的关税，期限为一年；此后，关税将进一步提高至 200%。
26 年 7 月 24 日	USTR 对 15 个已采取整改措施的伙伴加征 10%、对其余 45 国（含中国、越南、印度、日韩等）加征 12.5%的 301 关税，接替 7 月 24 日到期的第 122 条关税（301 条款无税率上限和期限限制）
26 年 8 月初	25 个民主党州起诉特朗普政府最新关税措施，认为行政部门越权

资料来源：新闻整理、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,日后可作修改而不另通知,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联属公司、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

