



中选如何影响战争、财政和 AI

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhaohonghe@gjzq.com.cn

中选如何影响战争、财政和 AI

基本内容

今年 11 月 3 日是中选日，Polymarket 显示民主党拿下众议院的概率超过 90%，拿下参议院的概率超过 60%。如果不出意外，中选主要是民主党夺回众议院或者完成横扫两种结果，但同时在两院拿下超过 2/3 席位数的概率很低。因此，特朗普的总统否决权和军队指挥权依然强势，中选结果在短期不太会对现有关键议题直接产生颠覆性影响。中选的影响在于，民主党可以驳回共和党的新立法提案和人事任命，并通过发起弹劾、调查、听证会等，给现有议题制造很多麻烦，持续削弱特朗普和共和党的政治资源和外交影响力，从而影响战争、财政、AI 等关键议题的发展路径，以及 2028 年的大选选情。

风险提示

1) 近年选前民调的准确性有所下降，中选实际结果可能与当前各方评估存在较大差异；2) 近年两党极化加剧，特朗普行事风格难以预料，关键议题的实际演进路径可能受到预期之外的干扰。



今年 11 月 3 日是中选日，Polymarket 显示民主党拿下众议院的概率超过 90%，拿下参议院的概率超过 60%。如果不出意外，中选主要是民主党夺回众议院或者完成横扫两种结果，但同时在两院拿下超过 2/3 席位数的概率很低。

因此，特朗普的总统否决权和军队指挥权依然强势，中选结果在短期不太会对现有关键议题直接产生颠覆性影响。中选的影响在于，民主党可以驳回共和党的新立法提案，驳回人事任命（参议院），并通过发起弹劾、调查、听证会等，给现有议题制造很多麻烦，持续削弱特朗普和共和党的政治资源和外交影响力，从而影响战争、财政、AI 等关键议题的发展路径，以及 2028 年的大选选情。

一、“好戏”可能很快上演

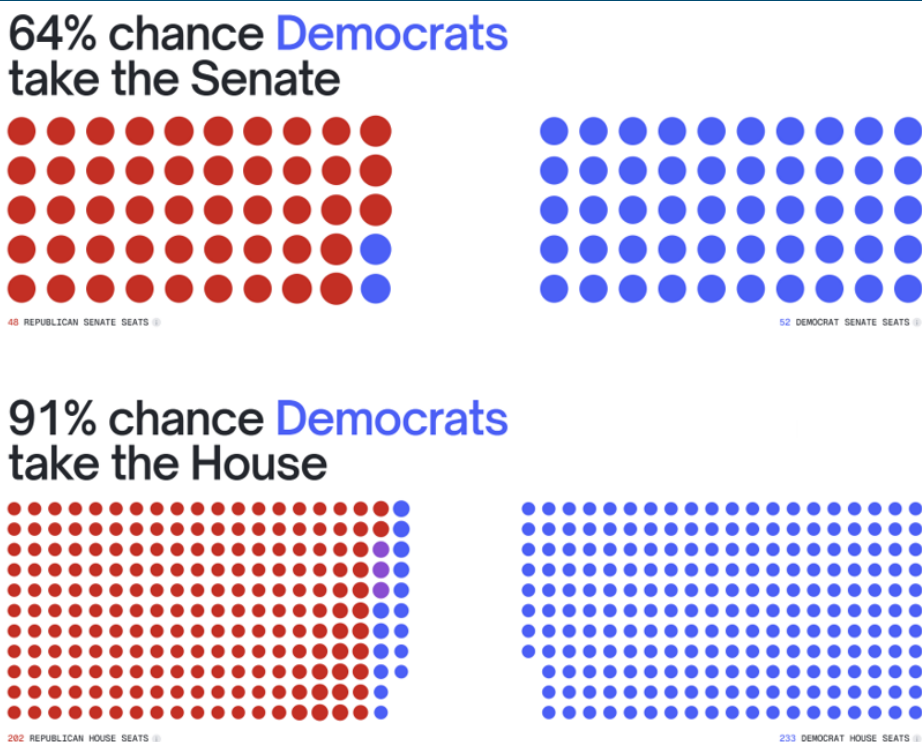
中选日之后，新一届国会履职要等到次年 1 月 3 日，中间有 2 个月的过渡期，用于确认计票和解决争议。在此期间，旧国会继续履职，两党将分别选举新一届领袖班子。

过渡期并非垃圾时间，反而是一段权力交接的敏感期。输掉控制权的政党寻求在权力交接前通过关键法律，成功连任的议员短期不再受制于选票，不再连任的议员可能会放手一搏，因此选举过渡期经常上演好戏。

1998 年中选，众议院在过渡期通过了对克林顿的弹劾案；2018 年中选，特朗普要求在过渡期内拨付边境墙费用，导致政府停摆 35 天；2020 年大选，临近过渡期尾声，特朗普拒绝承认拜登胜选，随后爆发国会山骚乱；2022 年中选，民主党在圣诞节前夕压哨通过了 2023 财年 1.7 万亿美元的巨额拨款法案，包括对乌克兰的 450 亿美元援助。

由于今年中选大概率会发生权力变更，部分关键议题在过渡期就上演好戏的概率不低。

图表1：民主党拿下众议院的概率超过 90%，拿下参议院的概率超过 60%



来源：Polymarket，国金证券研究所

二、中选与战争：特朗普亲自决定命运

回顾历史，战争进程会直接影响中选结果，中选结果又会间接影响战争走向乃至两年后的大选，从而对美国政治和国际局势产生重要的连锁式影响。

1963 年肯尼迪遇刺后，民主党在 1964 年大选中大获全胜，因此虽然 1966 年越战升级令民主党在中选丢失了大量席位，却保住了国会控制权。约翰逊在中选后继续升级战事，支持率持续下滑，直到 1968 年 3 月宣布不再寻求连任。共和党则重振旗鼓，为 1968 年尼克松赢得大选奠定了基础。尼克松上任后，为了在美越和平谈判中争取中国的支持，促成了 1971 年基辛格和 1972 年尼克松访华。

2006 年中选，由于伊拉克战争，小布什所在的共和党被横扫，时任国防部长拉姆斯菲尔德辞职。但是，小布什仍然在中选结束后不久宣布向伊拉克增兵，这进一步消耗了布什家族和共和党的政治资本，为 2008 年民主党奥巴马胜选奠定了基础。小布什的弟弟杰布·布什在十年后参加总统竞选时仍然深受两场中东战争的拖累，在党内初选被特朗普击败。



今年的中选结果同样不会直接决定美伊战争走向,但过渡期将是特朗普做出选择的时点。局势可能会再动荡一段时间,中选越不利于共和党,持续动荡的风险越低,反之亦然。

由于民主党很难在两院赢下 2/3 席位,只要特朗普愿意,他仍然可以强行维持甚至升级对伊朗的军事行动。但是,新国会履职后,民主党可以通过限制国防拨款、援引《1973 年战争权力法》、举行听证会等手段进行干扰,持续消耗特朗普乃至整个共和党的政治资本,从而增加民主党在 2028 年大选获胜的概率。

因此,如果政治负担让特朗普难以在中选前退出,那么在过渡期内寻求体面退出,对特朗普家族和共和党都是更理性的选择。

具体路径可能更复杂,例如特朗普可以选择在中选后同步推进军事冲突和外交谈判,尝试通过冲突获得更好的退出条件,这会让局势再动荡一段时间,也会进一步削弱共和党在 2028 年的选举前景。因此,中选结果对共和党越不利,党内阻力和民主党的干扰力度就会越强,从而越快倒逼特朗普退出。

要注意的是,如果特朗普在中选后选择直接军事介入也门冲突,局势将会更加复杂难解,短期退出的难度上升。

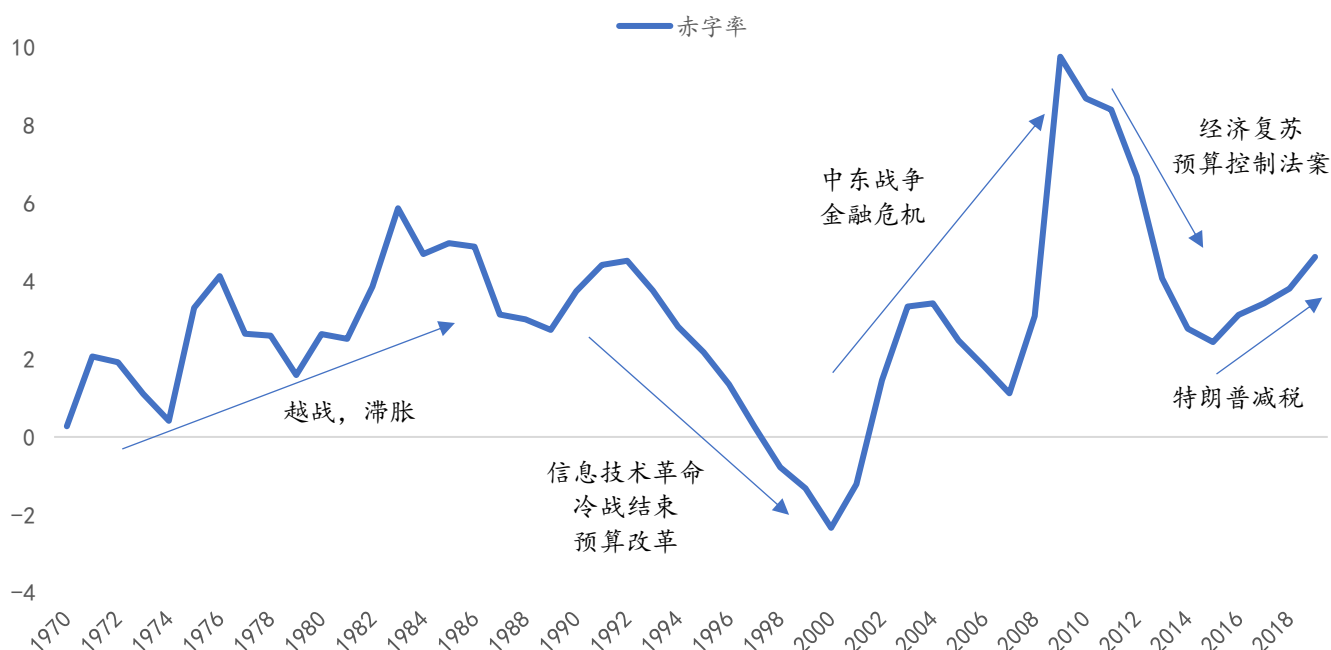
三、中选与财政：参议院将产生有限影响

历史上,美国赤字率主要取决于经济形势和重大事件,中选有影响但一般不是决定性因素,而且需要长时间谈判和跨党派合作。

1994 年中选,克林顿所在的民主党被横扫,随后共和党通过预算案,要求大幅削减支出,克林顿则动用了总统否决权,政府两度关门。两党直到 1996 年大选前夕才达成协议,通过了《个人责任与工作机会和解法案》和《平衡预算法案》。从 1993 年开始,美国赤字率逐年回落,甚至在 1998-2001 年实现盈余,这固然得益于预算改革,更重要的是信息技术革命让美国经济从 80 年代的滞胀走向繁荣,冷战结束则让美国得以大幅削减国防开支。

2010 年中选,奥巴马所在的民主党丢失众议院,共和党开始推动财政紧缩,导致 2011 年债务上限危机,标普历史上首次下调美国主权信用评级。随后两党达成协议,签署《预算控制法案》,严格约束了未来十年的可裁量支出上限。从 2011 年到 2015 年,美国赤字率逐年回落,既与法案约束有关,也得益于经济危机后的复苏和超常规刺激政策退出。

图表2：1970 年代以来美国赤字率走势和主要驱动因素（%）



来源：WIND，国金证券研究所

近些年来,中选对赤字的影响更加不确定,例如 2018 年和 2022 年的中选均导致国会分裂,但次年赤字率都变得更高,主要原因在于民粹盛行和两党极化。

民粹压力使两党都不敢大幅削减福利支出,反而为了争取基本盘而轮番加码承诺,导致刚性财政支出压力持续上升。回想马斯克 Doge 改革的黯然收场,就能理解削减财政支出的难度。实际上,这是民粹主义盛行的西方体系所面临的共同问题。

两党极化加大了跨党派合作难度,预算争议导致政府关门的时间越来越长,在民粹背景下,两党的妥协结果经常是双方获得各自优先拨款,导致预算进一步扩大。此外,税改等重要法案往往在中选前就已经通过,即便中选后国会易手,总统否决权也可以阻止大的改动。



今年中选，OBBA 已经在 2025 年通过，即便民主党实现横扫，也难以大幅削减后续两年的财政支出；但夺回众议院就能否定共和党的新增提案，可能有助于避免赤字进一步扩大。根据国会预算办公室今年 2 月的计算，在基线情况下，2025-2028 财年的赤字率为 5.8%、5.8%、5.7%、6.0%，可见中选前后的赤字率差别不大，未来两年在基线基础上大幅削减或者扩张的概率都不高，这对长端美债是一个中性信息。但根据 10 月的估算，2026 财年实际赤字比年初预计多出 1000 多亿美元，再次说明如今财政赤字是易增难减。

短期变数仍然在过渡期，参议院结果会有一定影响。2026 财年已经结束，维持联邦政府运营的临时延续决议将在 12 月 11 日到期，共和党需要力争在过渡期内通过对自己有利的 2027 财年预算。之后还有“预算和解法案 3.0”，目标是在未来几年再增加 950 亿美元支出，用于国防、情报、农业、选举安全等领域。

目前预算案已经在众议院取得突破，过渡期通过的难度不大，丢失众议院不会造成明显影响。但参议院的进度缓慢，而且需要 60 票，必须获得部分民主党人的配合。因此，如果共和党成功保住参议院，民主党的博弈空间不高，那么法案在过渡期内通过的概率比较高，明年的实际赤字会略高于基线；如果共和党被横扫，民主党将获得更多博弈筹码，共和党需要做出更多有利于民主党的调整，否则可以僵持到新一届国会履职，届时政府将在年底停摆，“预算和解法案 3.0”可能无法落地，明年的实际赤字将持平或略低于基线。

四、中选与 AI：国会影响预期，地方影响现实

笼统的说，AI 作为右翼科技路线，共和党人更倾向于宽松支持，民主党人更倾向于加强规范，而考虑到美国的政治体制架构，实际情况会更复杂。美国作为 United States，国家是由各州联合起来的，各州在让渡部分权力给联邦政府的同时，也有相当大的自主权。因此，对于 AI 产业，全国性的监管框架、综合立法、对科技公司的监督调查等，权力在联邦政府，即国会层面；基础设施建设，包括土地分区、环境与水资源许可、电网审批等，权力在地方政府，即州长、州议会层面。中选既有国会选举，也有地方选举，对 AI 的影响更复杂。

看未来两年，国会选举对基础模型开发商和云厂商的现实影响有限，主要是在预期层面，地方选举则可能对基础设施建设造成一定现实影响。

国会选举影响 AI 监管预期。特朗普是 AI 的大力支持者，掌握总统否决权，所以即便民主党实现横扫，短期也很难在联邦层面通过大幅限制 AI 发展的立法。但是从预期的角度，民主党在中选的优势越明显，赢得 2028 年大选的可能性就越值得关注，反之亦然。要说明的是，历史上中选结果与两年后的大选结果相关性较低，民主党的计划可能是通过发起对特朗普的弹劾和调查，揭露对共和党不利的信息，虽然不太可能弹劾成功，但目标是增加 2028 年的胜算。

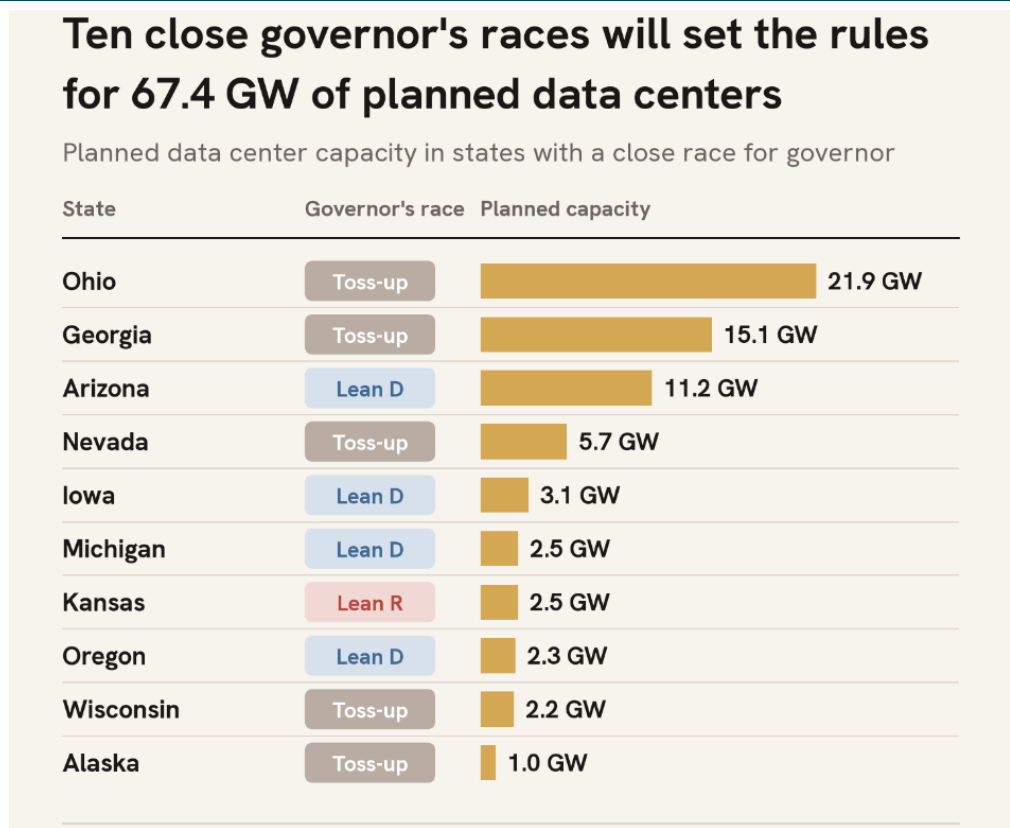
如果预期民主党赢得 2028 年大选，可能会加强对模型开发商的审计和测试，提高合规成本、延长研发周期；在联邦层面调整对基础设施建设相关的物理条件审批、电价分担规则、税收规则等，导致建设节奏放缓、成本上升；在医疗、金融等应用端制定行业规则，加强数据治理、隐私保护等。

地方选举影响 AIDC 建设现实。今年中选共有 36 个州选举州长，共和党与民主党各持有 18 个。由于两党民众都普遍对数据中心建设持有负面意见，无论是哪个党派的候选人，无条件支持数据中心建设的立场已经较为少见，而且两党都有不少立场激进的候选人。相对激进的主张是支持全州暂停新的数据中心建设，直到制定更好的监管框架，相对温和的主张则是支持加强监管和取消优惠。切入点包括要求开发商承担更多公用事业成本、降低居民电费、提高空气和水质等环境标准、暂停或结束对数据中心的税收优惠等。

因此，加强对数据中心建设的约束在地方层面已经是大势所趋，本质上会提高数据中心的综合建设成本、降低建设效率，主要变量是候选人立场差异较大的州的竞选情况。根据 Distilled 的统计，计划建设数据中心规模较大、且选举有一定竞争性的有 10 个州，共涉及 67.4GW 的计划建设数据中心，与美国当前已在运营的数据中心容量相当。



图表3: 竞争激烈的10个州, 涉及的计划建设数据中心容量达到 67.4GW



来源: Distilled, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 近年选前民调的准确性有所下降, 中选实际结果可能与当前各方评估存在较大差异;
- 2) 近年两党极化加剧, 特朗普行事风格难以预料, 关键议题的实际演进路径可能受到预期之外的干扰。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究