国会或易手，白宫仍握方向盘——2026年美国中期选举推演及影响

宏观研究

日期： 2026.11.03

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告要点

民主党大概率拿下众议院，参议院是最大的悬念。通用选票民调显示民主党全国领先约 9 个百分点，比选区重划后赢得众议院多数所需的领先幅度高出约 4 个百分点，我们估计民主党控制众议院的概率约 92%，席位中枢为 230 至 235 席。参议院方面，民主党需要在多个特朗普 2024 年胜出的州取胜，领先幅度普遍很小，我们估计其控制概率约 65%。据此，民主党两院、两院分治、共和党两院和反向分治的概率分别为 63%、29%、6%和 2%。

只要民主党拿下众议院，党派性新立法就会冻结；无论选举结果如何，2027 年财政对经济的拉动都会减弱。2026 年的财政扩张主要来自《大而美法案》追溯减税带来的退税和约 1300 亿美元的关税退税，都带有一次性特征；按现行法律，剔除利息后的基本赤字率在 2027 和 2028 财年每年下降约 0.2 个百分点。共和党即使保住两院，新增赤字也只有每年约 0.1%的 GDP，只能部分对冲;民主党掌控国会则意味着没有新增刺激,拨款和债务上限的博弈更激烈，12 月 11 日临时拨款到期和 2027 年下半年债务上限是两个风险节点。

关税、对华政策和战争仍由白宫主导，选举对产业的实质影响集中在医疗、数字资产和国防。国会能对关税和战争施压，但难以改变方向；民主党两院会通过拨款约束降低伊朗战争长期化的概率，但这一约束要在新国会就职、国防部现有资金逐步消耗后才会显现。产业层面，《平价医疗法案》补贴可能成为拨款谈判的筹码，数字资产的市场结构立法在民主党参议院下难以推进，国防失去通过预算和解追加开支的通道；清洁能源的法定政策环境不会继续恶化，但已终止的抵免无法恢复。立法受阻后，白宫将更多依靠政府入股和价格托底推行产业政策，受益将从行业整体转向个别企业。

民主党两院已基本被市场定价，预期差集中在参议院。预测市场对四种情景的定价与我们的判断基本一致。两院分治兑现时，参议院概率要下降 63 个百分点，冲击约为民主党两院的 1.7 倍；共和党两院是大意外，但新增赤字规模很小，对美债只是小冲击。清洁能源、油气和国防军工的股价已在为参议院归属定价，但选举只解释了这些行业表现的很小一部分；期权市场没有为选举支付溢价，说明市场判断选举对指数的影响本身不大。

选后两个月左右，资产价格的主导变量是美联储和油价，而不是国会。历史上中期选举后 12 个月美股全部上涨，但选后 3 个月的两次大幅回撤（1974 年、2018 年）都发生在油价冲击或加息周期中，2026 年两个条件同时具备。对财政风险的担忧曾在 10 月初把美债期限溢价推至年内高点，但已回落到正常水平，今年长期利率的上升主要来自加息预期。对中国资产而言，11 月 APEC 深圳领导人会议和 1 月 10 日中美关税延迟安排到期，比选举本身更重要。

风险提示：
1. 民调出现系统性误差。
2. 选举结果延迟确认或出现重新计票与诉讼。

内容目录

引言：中期选举会改变什么？ 4

1. 选情研判：全国浪潮能否突破结构壁垒 4

1.1 选举规则与席位基本盘：同样的浪潮，在两院的效果不同 4
1.2 选举环境：浪潮强度接近 2018 年 6
1.3 众议院：浪潮压过选区重划，悬念只剩多数的幅度 7
1.4 参议院：浪潮与结构正面相撞 8
1.5 概率综合、结果明朗时间与关键时间表 10

2. 政策影响：国会能管什么，管不了什么 12

2.1 权力地图：立法冻结之后，国会还剩四件工具 12
2.2 财政：财政脉冲减弱已成定局，选举决定博弈的激烈程度 13
2.3 产业政策：存量已被法律锁定，选举改变的是新钱、新人和监督 15
2.4 关税与中美：白宫主导，双轨运行 18
2.5 美联储：人事是直接通道 20
2.6 战争与地缘：国会难以强制停战，拨款是主要硬约束 21

3. 资产价格：选举冲击与宏观主线 22

3.1 定价基准与预期差：民主党两院已在价内，两院分治和共和党两院是意外 23
3.2 时间窗口与历史经验：12 个月看季节性，3 个月看回撤 24
3.3 大类资产：选举的直接影响集中在长期美债和政策敏感行业 26

结论：选举是重要的政治事件，却是次要的资产变量 28

风险提示 29

图表目录

图表 1：两院情景概率：模型、市场与我们的判断 4
图表 2：两院席位结构：未改选、稳固、倾向与胶着 5
图表 3：总统支持率与执政党众议院席位变化（1946—2022 年中期选举） 6
图表 4：伊朗战争后的油价与家庭体感指标 7
图表 5：众议院：全国领先与过半门槛（左），民主党席位压力分布（右） 8
图表 6：参议院竞争州：民调平均、我们的模拟胜率与预测市场 9
图表 7：参议院席位分布（左）与全国民调偏差的敏感性（右） 10
图表 8：预测市场概率走势与模型、我们的判断对比 11
图表 9：关键时间表：选后约 70 天的计票、国会与外部节点 12
图表 10：权力—情景矩阵：国会对白宫的约束强度 13
图表 11：财政：赤字率、基本赤字率与利息支出（左），选举相关的和解指令与其他因素的量级对比（右） 14
图表 12：产业政策光谱：两党偏好与对选举结果的敏感度 16
图表 13：政策工具与国会依赖度 17
图表 14：产业×情景影响矩阵（相对现行政策） 18
图表 15：关税的法律依据与期限 19

图表 16：中美关键节点：贸易轨与安全轨.....20
图表 17：美债：2026 年 10 年期收益率分解（左），历次中期选举前后的变化（右）.....21
图表 18：油价与霍尔木兹海峡：布伦特原油与关键事件（左），海峡石油流量（右）.....22
图表 19：市场定价与预期差：四种情景的概率走势（左），结果揭晓时的概率变化（右）.....23
图表 20：行业对参议院控制概率的敏感度（左），政策差异组合的收益分解（右）.....24
图表 21：1946—2022 年历次中期选举后的标普 500：12 个月涨跌幅与 3 个月内最大跌幅.....25
图表 22：六次历史类比：选后 1 个月各类资产表现.....26
图表 23：大类资产×情景×时间窗口：方向与主导条件.....27
图表 24：美股行业象限：受益情景×对选举结果的敏感度.....28
图表 25：结论总表：情景、政策变量与资产方向.....29

引言：中期选举会改变什么?

11 月 3 日的中期选举将决定特朗普第二任期后两年的国会格局。美国每两年举行一次国会选举，在总统四年任期中间举行的称为中期选举。2026 年 11 月 3 日，众议院 435 个席位将全部改选，参议院 100 个席位中有 35 个改选，选举结果决定 2027 年 1 月 3 日就职的第 120 届国会由哪个党控制。目前共和党同时掌控白宫和国会两院，特朗普得以通过预算和解程序推进减税、削减清洁能源补贴等议程。中期选举不改变总统和行政权，但如果国会易手，总统推动新立法、获得资金和任命官员都会受到约束。

全文要回答两个问题：国会能把特朗普约束到什么程度？市场对此已经定价了多少？围绕这两个问题，报告分三部分展开。第一部分研判选情：全国政治环境明显不利于执政的共和党，但选区重划和参议院的改选地图构成了结构性障碍，我们需要判断民主党能否同时拿下两院。第二部分分析政策：国会易手后哪些政策会变、哪些不会变，重点是国会手中剩下的拨款、人事确认和调查监督等工具，以及产业政策。第三部分评估资产价格：2026 年的资产定价主要由伊朗战争与油价、美联储加息和人工智能产业的盈利驱动，我们重点讨论选举在其中的分量、市场已经定价了什么、预期差在哪里，以及大类资产在不同情景和时间窗口下的方向。

全文使用统一的四种情景。按两院归属，选举结果可分为四种情景：情景 A 为民主党同时掌控众议院和参议院（简称“民主党两院”）；情景 B 为民主党掌控众议院、共和党掌控参议院（简称“两院分治”）；情景 C 为共和党继续掌控两院（简称“共和党两院”）；情景 D 为共和党掌控众议院、民主党掌控参议院（简称“反向分治”）。我们给出的概率分别为 63%、29%、6%和 2%。由于反向分治的概率很低、政策含义又与民主党两院接近，后文主要讨论前三种情景。

图表 1：两院情景概率：模型、市场与我们的判断

情景	众议院	参议院	模型锚点 Silver Bulletin（10/22）	预测市场 Kalshi（10/28）	我们的判断
A 民主党两院	民主党	民主党	71%—76%	62.7%	63%
B 两院分治	民主党	共和党	19%—24%	28.3%	29%
C 共和党两院	共和党	共和党	0%—5%	8.2%	6%
D 反向分治	共和党	民主党	0%—5%	0.8%	2%
民主党控制众议院			95%	91.1%	92%
民主党控制参议院			76%	63.5%	65%

资料来源：Silver Bulletin，Kalshi，五矿证券研究所测算

1. 选情研判：全国浪潮能否突破结构壁垒

选情的核心是“全国浪潮”与“结构壁垒”之间的较量。所谓全国浪潮，是指当总统支持率低迷、选民对经济普遍不满时，在野党在全国各地的选举中同时获得额外支持的现象，通常用“通用选票”民调来衡量，即询问选民在国会选举中倾向投票给哪个党，看在野党领先多少。2026 年的浪潮明显有利于民主党。所谓结构壁垒，在众议院是指共和党主导的多个州重新划分了选区，增加了偏向共和党的选区数量；在参议院是指本次改选的席位大多位于共和党占优的州。我们的结论是：在众议院，浪潮的力量明显大于选区重划的影响，民主党大概率拿下多数，悬念只剩多数的幅度；在参议院，民主党必须在多个特朗普 2024 年胜出的州赢得选举，浪潮与结构正面相撞，这是全文最大的不确定性。

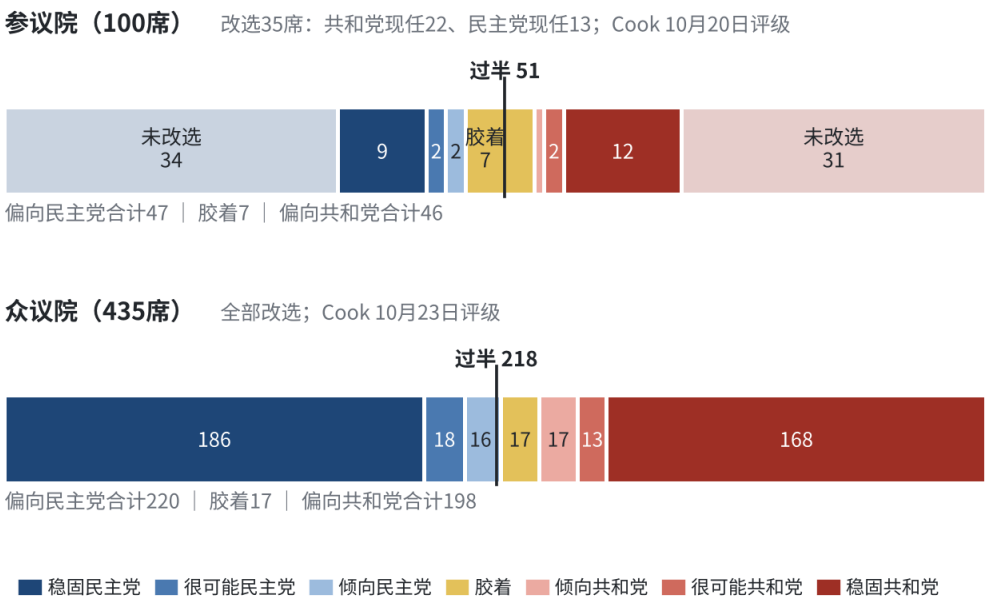
1.1 选举规则与席位基本盘：同样的浪潮，在两院的效果不同

众议院每次全部改选，全国浪潮可以直接转化为席位；参议院每次只改选约三分之一，浪潮的效果取决于哪些州改选。众议院共 435 席，议员任期 2 年，每次选举全部改选。选前共和党占 218 席、民主党 214 席，另有 1 名仍属共和党党团的独立议员和 2 个空缺；满员时，获得 218 席即可掌握多数。参议院共 100 席，议员任期 6 年，每两年改选约三分之一。目前共和党占 53 席，民主党及与其结盟的 2 名独立议员（合称“民主党党团”）占 47 席。本次改选 35 席，包括例行改选的 33 席，以及俄亥俄、佛罗里达两州为填补万斯出任副总统、鲁比奥出任国务卿后留下的空缺而举行的特别选举。不改选的 65 席中，民主党党团占 34 席、共和党占 31 席；改选的 35 席中，共和党现任议员占 22 席、民主党占 13 席。

民主党需要在参议院拿到 51 席，而不是 50 席。参议院表决出现 50 比 50 时，由副总统投出决定票，而现任副总统万斯是共和党人，因此民主党实际上需要 51 席才能掌握参议院。按现有底数计算，民主党既要守住自己改选的 13 席，还要从共和党手中净赢得 4 席。改选的 35 席中有 13 个是“开放席位”，即现任议员退休或不再参选、由新人角逐的席位。这类席位的候选人没有现任议员的知名度和资源优势，选举结果更容易受到全国政治环境的影响。

主要评级机构在过去两个月几乎一致地调高了民主党的前景，众议院中偏向民主党的席位已超过过半所需的 218 席。Cook Political Report、Sabato's Crystal Ball 和 Inside Elections 是美国最常被引用的三家无党派选情评级机构，它们综合民调、筹款、候选人质量和选区历史，把每个席位评为“稳固”“很可能”“倾向”某一党，或者双方势均力敌的“胶着”。Cook 10 月 23 日的众议院评级中，稳固、很可能和倾向民主党的席位合计 220 席，胶着 17 席，偏向共和党 198 席；9 月 25 日，偏向民主党的席位还只有 208 席。Sabato 从 9 月 22 日的 211 席升至 10 月 27 日的 225 席。参议院方面，9 月中旬以来三家机构共做了 29 次评级调整，其中 27 次有利于民主党。Cook 的参议院评级为偏向民主党 47 席、胶着 7 席、偏向共和党 46 席；7 个胶着席位中，6 个由共和党现任议员占据（阿拉斯加、缅因、俄亥俄、得州、艾奥瓦、堪萨斯），1 个是民主党的开放席位（密歇根）。评级几乎单向调整，说明选前最后两个月的选情在持续朝有利于民主党的方向发展。

图表 2：两院席位结构：未改选、稳固、倾向与胶着



资料来源：Cook Political Report，Congress Countdown，五矿证券研究所

注：参议院“民主党党团”含 2 名独立议员；参议院倾向共和党 1 席为南卡，很可能共和党 2 席为内布拉斯加、密西西比。

部分州的特殊规则会影响席位归属，并可能推迟结果揭晓。一是内布拉斯加的独立候选人奥斯本（Osborn）表示当选后不加入任何党团，即使他击败共和党现任议员，这个席位也不能直接计为民主党席位。二是阿拉斯加实行“排序复选”：选民按偏好对候选人排序，若无人首轮过半，就逐轮淘汰得票最少者，并把其选票转给选民的下一顺位；缅因州在首轮无人过半时

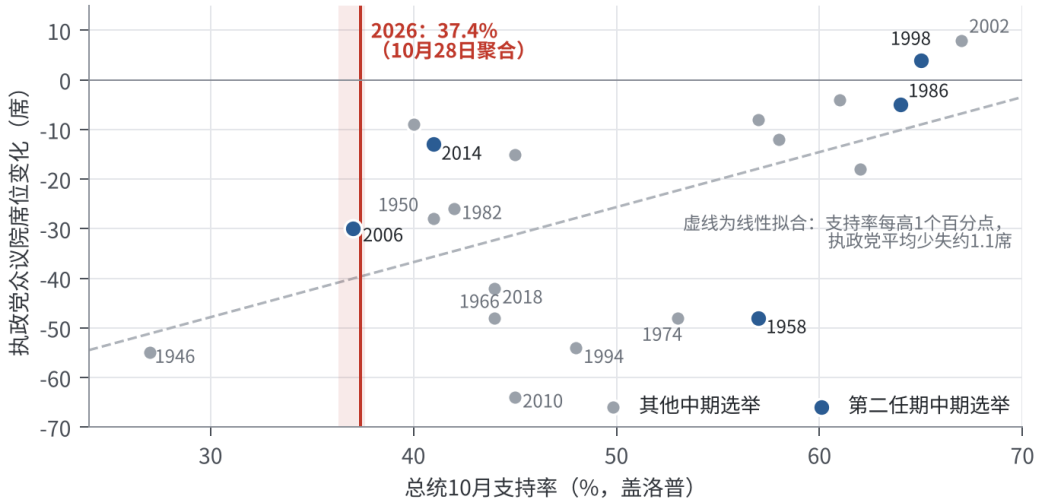
也采用这一方式。佐治亚、密西西比的参议院选举则要求得票过半，否则在 12 月 1 日举行决选。三是 15 个州接受选举日后寄达的邮寄选票，美国最高法院 6 月在“沃森诉共和党全国委员会”一案中维持了这一做法，这些州的计票时间会相应拉长。后两点主要影响选举结果何时明朗，我们在后文详细讨论。

1.2 选举环境：浪潮强度接近 2018 年

全国政治环境明显不利于执政的共和党，浪潮强度接近 2018 年。截至 10 月 28 日，Silver Bulletin（统计学家内特·西尔弗创办的选举模型网站）汇总的通用选票民调平均为民主党领先 8.7 个百分点；只统计最有可能实际投票的选民（“可能投票者”）时，领先扩大到 9.2 个百分点。路透/益普索 10 月 22 日至 26 日的调查中，可能投票者的选择为民主党 53%、共和党 44%。我们据此把全国环境定为民主党领先 8 至 10 个百分点，中枢约 9 个百分点。如果这一领先兑现为众议院选举的全国得票差，将与 2018 年民主党领先的 8.7 个百分点相当，高于 2006 年的 6.4 个百分点，而这两年民主党都夺回了众议院。1946 年以来的 20 次中期选举中，在野党全国得票领先超过 9 个百分点的只有 5 次。

特朗普的支持率处在战后中期选举的最低一成，执政党失去席位的压力随之加大。Silver Bulletin 10 月 28 日汇总的特朗普支持率为 37.4%。1946 年至 2022 年的 20 次中期选举中，选前总统支持率比这更低的只有 1946 年（27%）和 2006 年（37%）。历史上，通常总统支持率越低，执政党在众议院失去的席位越多：支持率低于 50%的 11 次中期选举，执政党在众议院平均失去 34.9 席；支持率不低于 50%的 9 次，平均只失去 14.6 席。共和党目前只握有 218 席的微弱多数，净失去几个席位就会丢掉控制权，在支持率处于历史低位的环境下，守住多数的难度很大。

图表 3：总统支持率与执政党众议院席位变化（1946—2022 年中期选举）



资料来源：UCSB 美国总统项目（盖洛普 10 月支持率），布鲁金斯学会《国会统计》，Silver Bulletin，五矿证券研究所

注：第二任期指同一总统第二个当选任期内的中期选举（1958、1986、1998、2006、2014 年）。

从历史经验看，总统第二任期内的中期选举，执政党普遍受压。1946 年以来，共有五次中期选举发生在总统的第二个任期内（1958、1986、1998、2006、2014 年）。其中四次执政党在众议院失去席位，五次平均失去 18.4 席。与本轮最接近的是 2006 年：小布什总统的支持率为 37%，美国同样陷于一场不得人心的海外战争，油价也处于高位，结果民主党一举拿下两院。唯一的例外是 1998 年，克林顿的支持率高达 65%，民主党反而增加了席位。1986 年则说明参议院有其独立的逻辑：里根的支持率为 64%，共和党在众议院只失去 5 席，却因改选地图不利而失去了参议院。

这一轮浪潮的主线是“战争—油价—生活成本”。2 月 28 日中东冲突爆发前，布伦特原油价

格约为每桶 72.5 美元；10 月 26 日伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡前后，油价在每桶 114 至 117 美元的高位徘徊。油价上涨迅速传导到居民生活：10 月 26 日当周，全美普通汽油均价为每加仑 4.27 美元，同比上涨 40.7%；9 月消费者物价指数（CPI）同比上涨 3.7%，其中汽油分项上涨 34.2%，扣除通胀后的实际时薪同比下降 0.7%；密歇根大学 10 月消费者信心指数终值为 48.0，比一年前低约 10%。选民明显把生活成本上升归咎于执政党：路透/益普索的调查中，特朗普在经济和生活成本问题上的支持率只有 25%和 20%，都低于其整体支持率。

图表 4：伊朗战争后的油价与家庭体感指标



资料来源：Wind，美国能源信息署，美国劳工统计局，密歇根大学，五矿证券研究所

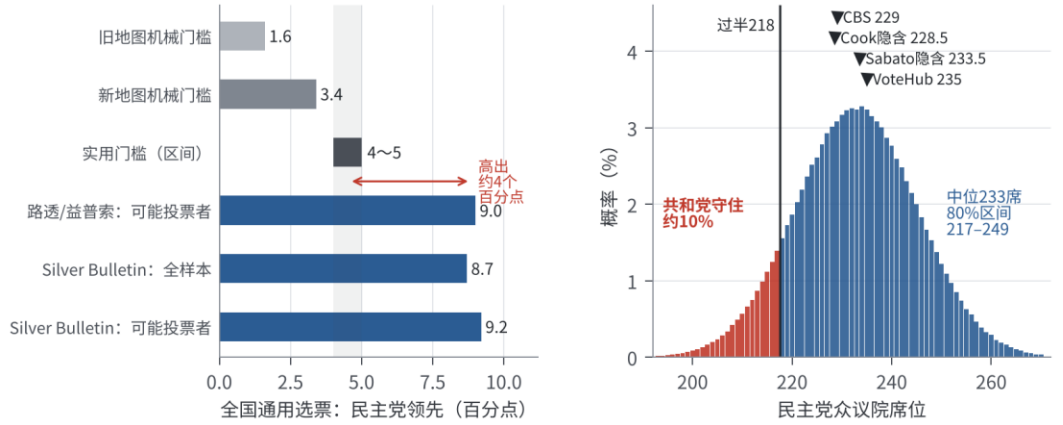
补选结果从实际投票的角度印证了民调的方向。2025 年以来，7 场可比的联邦众议院补选全部出现了向民主党的摆动，即民主党候选人的得票相对 2024 年总统选举时该选区的基准明显提高，摆动幅度的中位数为 16 个百分点；42 场州议会补选的摆动中位数为 10.4 个百分点。把这一摆动叠加到 2024 年共和党全国领先 1.5 个百分点的基准上，大致相当于民主党全国领先 9 个百分点，与民调结果一致。这说明民主党的优势不只停留在民调中，已经体现为实际选票。

1.3 众议院：浪潮压过选区重划，悬念只剩多数的幅度

选区重划抬高了民主党赢得众议院多数的门槛，但民主党目前的全国领先仍比门槛高出约 4 个百分点。美国各州通常每十年根据人口普查重新划分一次众议院选区，但 2025 年至 2026 年多个州在两次普查之间提前重划，目的是为本党增加有利的选区。按新地图的设计目标，得州、佛罗里达、俄亥俄等 7 个州为共和党新增约 15 个偏向共和党的选区，加州和犹他州为民主党新增约 6 个，密苏里州 9 月被美国最高法院要求沿用旧地图，共和党的潜在净收益约为 9 席。选举分析机构 VoteHub 测算，把全部选区按 2024 年总统选举中特朗普的领先幅度排序，决定多数归属的“临界选区”在重划前是特朗普领先 3.1 个百分点，重划后变为 4.9 个百分点。2024 年特朗普在全国领先 1.5 个百分点，这意味着民主党在全国领先约 3.4 个百分点，就能在临界选区持平、拿下过半席位。考虑到共和党现任议员的优势，以及民主党选票过度集中在大城市安全选区等因素，我们把实际门槛定在民主党领先 4 至 5 个百分点。民主党目前约 9 个百分点的领先，比这一门槛高出约 4 个百分点。

我们预计民主党在众议院获得 230 至 235 席。公开的预测相当集中：VoteHub 预计民主党获得 235 席，哥伦比亚广播公司（CBS）估计 229 席；把评级中的胶着席位按两党各半计算，Cook 的评级对应约 229 席，Sabato 对应约 234 席。我们用一个简化的压力测试复核：假设民主党全国领先幅度的平均值为 8.9 个百分点、标准差为 3.5 个百分点，全国领先每增加 1 个百分点约多得 3.5 席，得到民主党席位的中位数为 233 席，80%的情形落在 217 至 249 席之间。

图表 5：众议院：全国领先与过半门槛（左），民主党席位压力分布（右）



资料来源：VoteHub，Silver Bulletin，路透/益普索，哥伦比亚广播公司，Cook，Sabato，五矿证券研究所模拟测算

注：右图假设民主党全国领先服从均值 8.9、标准差 3.5 个百分点的正态分布，门槛取领先 4.5 个百分点，每 1 个百分点对应 3.5 席。

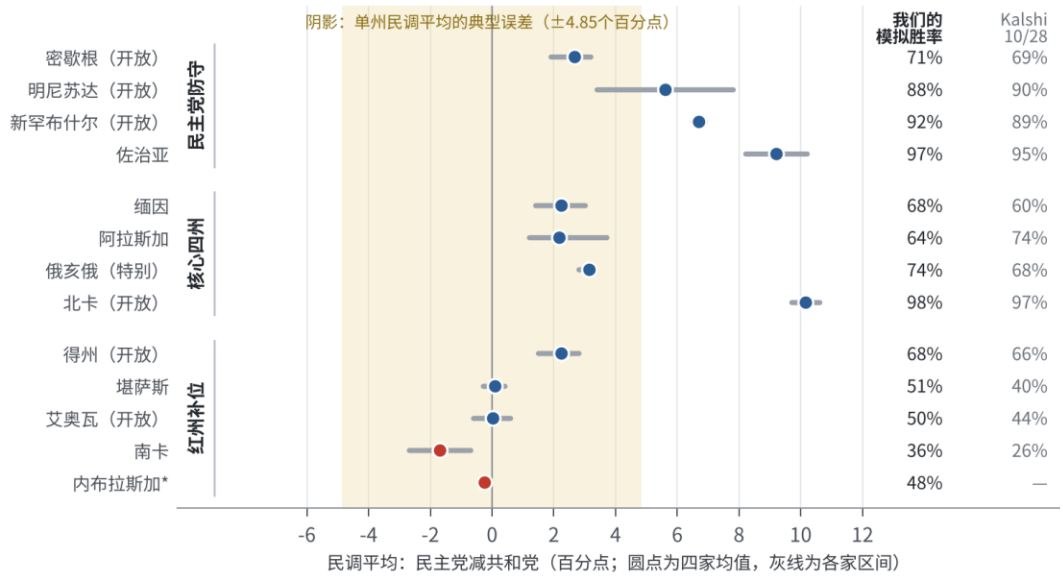
席位占多数的幅度决定了民主党在众议院的执行力。在议员满员且全员投票的情况下，220 席的多数只允许 2 名本党议员倒戈，240 席则有 22 票的缓冲。历史上，同样是 222 席的多数，2021 年佩洛西一轮投票就当选议长，2023 年麦卡锡却经历了 15 轮投票。多数越宽，众议院主导的调查、传唤，以及在拨款法案中附加限制条款就越稳定。不过，总统的否决权和弹劾定罪需要参议院三分之二多数这两条约束，不会因为多数扩大而改变。

共和党守住众议院需要一次比 2020 年更大的民调失误，我们给出 8%的概率。以民主党领先 8.9 个百分点为起点，只有当民调把民主党的领先高估约 4.4 个百分点时，共和党才能守住众议院。对比 RealClearPolitics 历次选举最终的通用选票民调平均与实际结果，2020 年民调高估民主党 3.7 个百分点，2024 年高估 2.4 个百分点；而最近两次中期选举的民调都比较准确，2018 年反而低估民主党 1.1 个百分点，2022 年只高估 0.3 个百分点。在上述压力测试中，共和党守住众议院的概率为 8%至 13%（门槛取领先 4 或 5 个百分点），预测市场的定价约为 9%。中期选举的全国民调误差通常较小，我们取 8%，这也是共和党掌控众议院的两种情景（共和党两院和反向分治）的概率之和。

1.4 参议院：浪潮与结构正面相撞

参议院的结构壁垒体现在改选地图上：民主党要夺取的席位大多位于共和党占优的州。7 个竞争性的共和党席位中，除缅因州外都在特朗普 2024 年胜出的州。我们按重要性把 13 个关键席位分为三个梯队。第一梯队是民主党必须守住的席位：密歇根、明尼苏达、新罕布什尔和佐治亚，民主党在民调中分别领先 2.7、5.6、6.7 和 9.2 个百分点，其中密歇根是开放席位，也是最薄弱的一环。第二梯队是民主党最需要拿下的“核心四州”：北卡民主党领先 10 个百分点，已基本锁定；缅因、阿拉斯加、俄亥俄的领先在 2.2 至 3.2 个百分点之间。民主党守住第一梯队、再拿下核心四州，恰好得到 51 席。第三梯队是可以弥补核心四州失利的共和党传统优势州：得州民主党领先 2.3 个百分点，堪萨斯、艾奥瓦基本持平，南卡共和党领先 1.7 个百分点，内布拉斯加的独立候选人与共和党现任议员基本持平。

图表 6：参议院竞争州：民调平均、我们的模拟胜率与预测市场



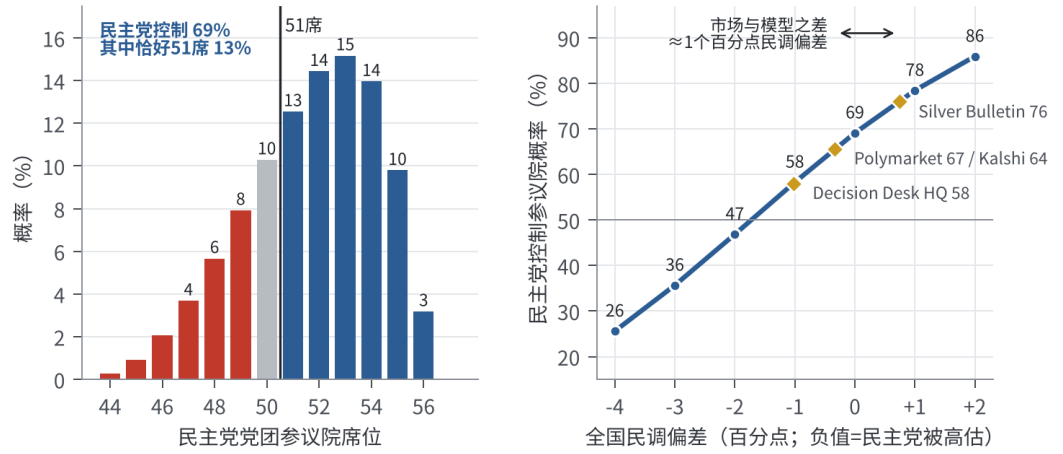
资料来源：FiftyPlusOne、Poliwave、RealClearPolling、Silver Bulletin，Kalshi，五矿证券研究所模拟测算

注：民调差为民主党（内布拉斯加为独立候选人奥斯本）减共和党，部分州个别来源未覆盖；奥斯本表示当选后不加入任何党团，胜选不计入民主党席位。

民主党在多数竞争州领先，但领先幅度普遍很小。除北卡外，民主党在这些共和党优势州的领先幅度都小于单州民调平均的典型误差（约 4 至 5 个百分点），也就是说，任何一个州的结果都可能翻转。资金不是民主党的短板：得州民主党候选人塔拉里科第三季度筹款 6020 万美元，创下参议院候选人单季纪录；本选举周期，在选的参议院候选人中，民主党累计筹款 6.21 亿美元，共和党为 2.47 亿美元。民主党缺的不是资金，而是民调上的安全边际。

我们采用考虑误差相关性的蒙特卡洛模型预测参议院结果，民主党控制参议院的概率为 69%。民调误差在各州之间并不相互独立：如果民调在全国范围内低估了共和党，这种偏差往往会同时出现在多个州，因此不能把各州的胜率简单相乘。我们以 FiftyPlusOne、Poliwave、RealClearPolling 和 Silver Bulletin 四家的州级民调平均为输入，把每个州的民调误差拆成三部分：所有州共同承受的全国误差（标准差 3 个百分点）、相邻州共享的区域误差（1.5 个百分点）和各州独有的误差（3.5 个百分点，民调较少的阿拉斯加、堪萨斯适当放大），然后对 13 个竞争州的结果进行 100 万次随机模拟，其余席位按评级固定。模拟结果显示，民主党党团席位的中位数为 52 席，80%的情形落在 48 至 55 席之间，恰好得到 51 席的概率为 13%。如果把各州误差视为相互独立，控制概率会被高估到 79%，可见州际误差的相关性对判断参议院归属至关重要。

图表 7：参议院席位分布（左）与全国民调偏差的敏感性（右）



资料来源：Silver Bulletin，Kalshi 与 Polymarket，Decision Desk HQ，五矿证券研究所模拟测算

注：左图灰色为 50 席，因副总统为共和党人，50 席不构成民主党多数；右图菱形为把各家概率代入我们的模型后对应的全国民调偏差。

参议院没有单一的决胜州，得州是影响最大的变量。在每一次模拟中，把各州按民主党得票差从高到低排序，帮助民主党凑满第 51 席的那个州就是这次模拟的“临界州”。密歇根、得州、缅因、俄亥俄、艾奥瓦成为临界州的频率各约 11%至 12%，没有哪个州明显占优。守住四个防守州并拿下核心四州这条“最短路径”，只在 33%的模拟中实现；在民主党取得多数的模拟中，约有一半要靠得州等共和党优势州补位。条件概率更能说明各州的分量：民主党拿下得州时，控制参议院的概率升至 85%；失去得州时降至 36%；失去密歇根时降至 32%。

如果民主党恰好拿到 51 席，多数的稳固性取决于两位关键人物。一是内布拉斯加的独立候选人奥斯本：若民主党恰好拿到 50 席而奥斯本胜选（模拟概率约 3.5%），参议院由哪一党组织取决于他的选择。二是民主党参议员费特曼：特朗普 10 月公开呼吁他改投共和党，费特曼表示不会，并称将成为民主党的第 51 票。即使假设民主党恰好 51 席时有 10%的概率出现关键议员转投，对控制概率的影响也只有约 1.3 个百分点。更现实的情况是个别议案上的倒戈，例如 9 月参议院关于伊朗战争的战争权力决议以 49 比 50 未获通过，费特曼投了反对票。

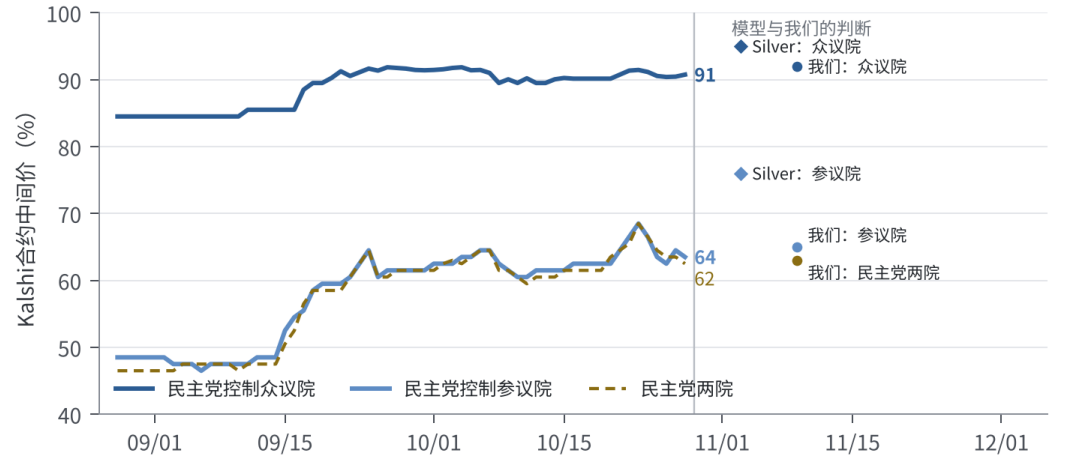
我们把民主党控制参议院的概率定为 65%，略低于模型给出的 69%。下调有三个原因。第一，州级民调曾多次系统性高估民主党：参议院与州长选举的民调平均在 2014 年中期选举中高估民主党 4.1 个百分点，在 2020 年高估 6.0 个百分点，而本轮的关键战场集中在共和党优势州。第二，阿拉斯加、堪萨斯的民调平均只更新到 10 月中旬，信息相对陈旧。第三，只用 RealClearPolitics 的民调平均作为输入时，同一模型给出的概率为 64%，输入口径不同就会带来约 5 个百分点的差异。同时，最近两次中期选举的民调都比较准确，2018 年几乎没有偏差，2022 年还略微低估了民主党，因此我们没有做更大幅度的下调。参议院的归属对全国性民调偏差非常敏感：如果全国民调整体高估民主党 2 个百分点，民主党控制参议院的概率将降至 47%；高估 4 个百分点，将降至 26%。

1.5 概率综合、结果明朗时间与关键时间表

各方对众议院的判断一致;对参议院的判断,模型比预测市场高约 10 个百分点。Silver Bulletin 的模型 10 月 22 日给出民主党控制众议院和参议院的概率分别约为 95%和 76%。Kalshi 和 Polymarket 是美国两家主要的预测市场，交易者买卖“某党控制某院”的合约，合约价格可视为市场认定的概率；10 月 28 日两家给出的概率分别为 91%至 92%和 64%至 67%。同样纳入市场信息的 Decision Desk HQ 模型，给出的参议院概率只有 58%。市场对民主党控制参

议院的定价，从 9 月 14 日的 49%升至 9 月 30 日的 63%，10 月 22 日一度达到 68%，此后小幅回落。

图表 8：预测市场概率走势与模型、我们的判断对比



资料来源：Kalshi，Silver Bulletin，五矿证券研究所模拟测算

注：民主党两院指 Kalshi 两院组合合约中“两院均为民主党”的合约。

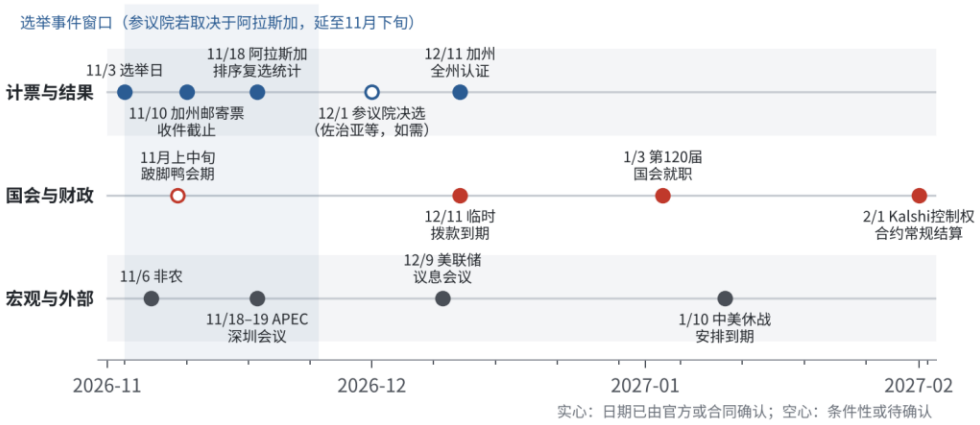
模型与市场之间约 10 个百分点的分歧，折算成选票只相当于约 1 个百分点的民调偏差。把各家的概率代入我们的模型反推：Silver Bulletin 的 76%对应民主党实际表现比民调好约 0.7 个百分点，市场的 64%至 67%对应比民调差约 0.3 个百分点，Decision Desk HQ 的 58%对应比民调差约 1 个百分点。这说明市场在为“民调再次低估共和党”留出更多余地，这可能源于近几次总统大选民调低估共和党的经历，但它所隐含的偏差远小于一次正常的民调误差。因此，模型与市场的分歧并不大，选前几份州级民调就可能改变它的方向；真正决定参议院归属、也最可能带来意外的，是全国性民调误差的方向。

我们预测四种情景的概率为：民主党两院 63%、两院分治 29%、共和党两院 6%、反向分治 2%。我们取民主党控制众议院的概率为 92%、控制参议院的概率为 65%。两院的结果高度相关：如果共和党守住了众议院，说明民调大幅高估了民主党，在这种情况下，模型中民主党拿下参议院的概率只有约四分之一，由此得到反向分治约 2%，再由两院各自的概率推出其余三种情景（见引言中的图表 1）。与预测市场相比，我们对民主党两院和两院分治的判断基本一致，对共和党两院的概率略低；与 Silver Bulletin 的模型相比，我们对参议院更为谨慎。

多数情形下两院归属可在选举当晚至次日揭晓，其余情形可能要等一到两周甚至更久。参议院方面，阿拉斯加从美国国内寄出的邮寄选票 11 月 13 日截止，排序复选的统计定于 11 月 18 日进行；模拟中，其他各州结果已定、只差阿拉斯加来决定参议院归属的概率约 12.5%，缅因州若进入排序复选，也有相近的比例。众议院方面，若民主党席位落在 213 至 224 席之间（模拟概率约 20%），控制权要等加州等计票较慢的州完成统计，2022 年和 2024 年众议院的控制权都是在选后第 8 天才确定。此外，决选、重新计票和诉讼会带来更长的延迟。按模型测算，参议院不取决于阿拉斯加州或缅因州、众议院席位也不落在上述胶着区间的情形占多数，这些情形下两院归属有望在选举当晚至次日（北京时间 11 月 4 日至 5 日）明朗；其余情形要等一到两周，决选、重新计票和诉讼还会带来更长的延迟。因此，资产价格的“事件窗口”应以 11 月 18 日阿拉斯加排序复选统计之后作为参议院结果揭晓的默认终点。

选后各类节点密集重叠，资产价格的变化难以全部归因于选举。11 月 18 日阿拉斯加排序复选与亚太经合组织（APEC）深圳领导人会议同日开始；12 月 9 日美联储议息会议与 12 月 11 日临时拨款到期仅相隔两天；新国会 1 月 3 日就职一周后，中美经贸休战安排就将到期。如果参议院归属拖到 11 月下旬，同期资产价格的变化将同时受到多个因素的影响，我们在第三部分讨论如何区分这些影响。

图表 9：关键时间表：选后约 70 天的计票、国会与外部节点



资料来源：阿拉斯加选举局，加州州务卿，佐治亚州政府，美国参议院，美联储，美国劳工统计局，深圳市龙岗区政府，中国商务部，Kalshi 合约条款，五矿证券研究所

2. 政策影响：国会能管什么，管不了什么

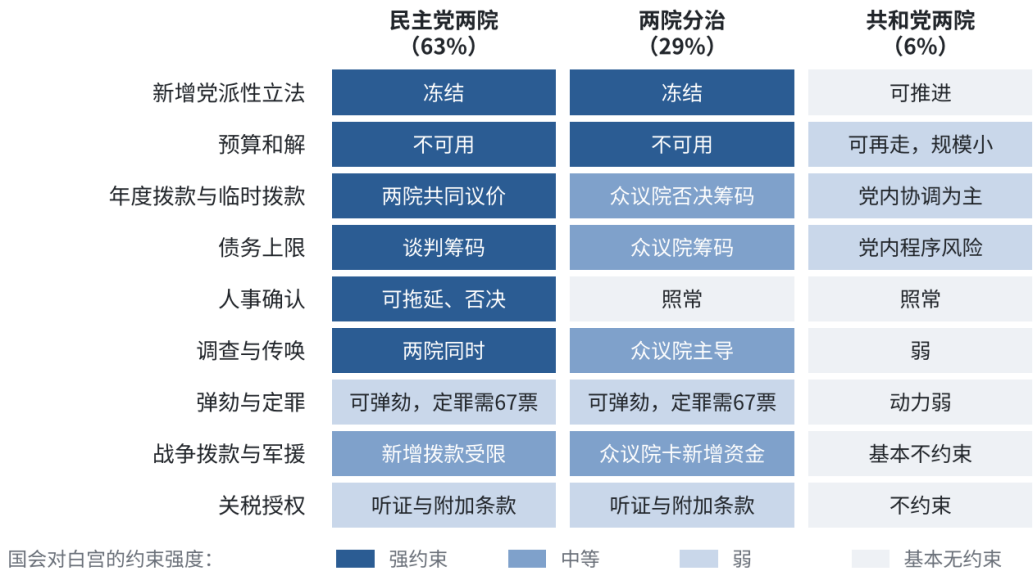
选举只改变国会，不改变总统和行政权，因此判断政策影响，关键在于国会手里还剩哪些工具。第一部分的结论是，民主党大概率拿下众议院，参议院仍有悬念。在民主党两院和两院分治这两种合计概率达 92%的情景下，总统都无法再推动党派性的新立法，但关税、战争、外交、行政令以及政府入股企业等政策工具主要掌握在白宫手中，并不需要国会事前批准。国会手里剩下的抓手主要有四类：拨款与债务上限（即“钱袋子”）、对官员的人事确认、调查监督，以及每年必须通过的法案。本章依次讨论国会的权力结构、财政、产业政策、关税与对华政策、美联储和地缘政治，判断每个领域的政策在不同情景下会不会变、变多少。

2.1 权力地图：立法冻结之后，国会还剩四件工具

只要民主党拿下任何一院，党派性的新立法就会基本冻结。美国的法律需要两院通过、总统签署才能生效。总统否决的法案，需要两院各三分之二多数（满员时众议院 290 票、参议院 67 票）才能推翻；普通法案在参议院还要获得 60 票才能结束辩论、进入表决。唯一的例外是“预算和解”程序：涉及税收和支出的法案可以在参议院以简单多数通过，但前提是两院先通过同一份预算决议，实际上要求两院和白宫同属一党，只有共和党两院的情景才能使用。因此，只要民主党拿下任何一院，共和党就无法再推动党派性的减税或支出法案，而民主党提出的法案也会被总统否决。不过，立法冻结不等于政府停摆：现行的临时拨款法覆盖了全部 12 项年度拨款，有效期至 12 月 11 日；2027 财年国防授权法已在众议院以 216 比 212 通过；《国防生产法》、地面交通等即将到期的授权也已延至 12 月 11 日。这些必须通过的事项，将在跛脚鸭会期（选后至新国会就职前、现任国会继续开会的时期）或新国会中继续处理，是两党仍会合作的主要领域。

各领域对国会的依赖程度不同，选举的影响也随之不同。按依赖程度从高到低排列：财政最依赖国会，因为新增税收和支出都必须立法；产业政策居中，新增税收抵免和拨款需要立法，但政府入股、采购和项目审批主要依靠行政权；关税的依赖程度较低，因为现行关税依据的是贸易法中已有的授权；战争与对华政策由白宫主导，国会只能通过拨款施加约束；货币政策受国会的影响最小，美联储不依赖年度拨款，国会只能通过参议院对理事的人事确认间接施加影响。

图表 10：权力—情景矩阵：国会对白宫的约束强度



资料来源：美国宪法，美国国会研究服务处，第 119-103 号公法，五矿证券研究所

注：反向分治（众议院共和党、参议院民主党）下，人事确认接近民主党两院，财政与调查接近共和党两院。

参议院归属的差别主要体现在人事确认上，要到明年 1 月 3 日新国会就职之后才生效。参议院负责确认内阁成员、联邦法官、美联储理事和各监管机构的委员。在跛脚鸭会期，现任共和党参议院仍可完成确认；2025 年参议院改为批量处理多数行政提名，如果共和党预期失去参议院，可能加快确认节奏。新国会就职后，民主党控制的参议院可以拖延或否决新的提名，但无权撤换在任官员。与此同时，美国最高法院 6 月 29 日在“特朗普诉斯劳特案”中裁定，限制总统罢免联邦贸易委员会委员的法律条款违宪，总统对独立监管机构的控制反而有所增强。

调查监督和弹劾将成为民主党掌控众议院后的持续议程，但难以改变行政运转。众议院以简单多数即可通过弹劾条款，但参议院定罪需要出席议员的三分之二支持；即使民主党拿到 51 个参议院席位，也还需要 16 名共和党人倒戈，定罪几乎不可能。众议院少数党领袖杰弗里斯 10 月 21 日表示不排除弹劾，同时把重点放在司法和监督委员会的调查上。在民主党两院的情景下，两院可以同时调查；在两院分治下，调查主要由众议院推动。调查会增加信息披露的压力和官员留任的成本，但不会改变行政令的执行。

司法是行政权的第四道约束，而且方向并不单一。美国最高法院今年 2 月 20 日裁定总统无权依据《国际紧急经济权力法》加征关税，否定了特朗普 2025 年关税战的主要法律依据；6 月 29 日又在斯劳特案中扩大了总统对联邦贸易委员会的人事控制，同日在库克案中拒绝解除对美联储理事库克的临时保护。可见法院在收紧一些行政工具的同时，也在放宽另一些。选举不会改变在任法官，对司法约束的影响只能通过未来的法官任命逐步体现。

2.2 财政：财政脉冲减弱已成定局，选举决定博弈的激烈程度

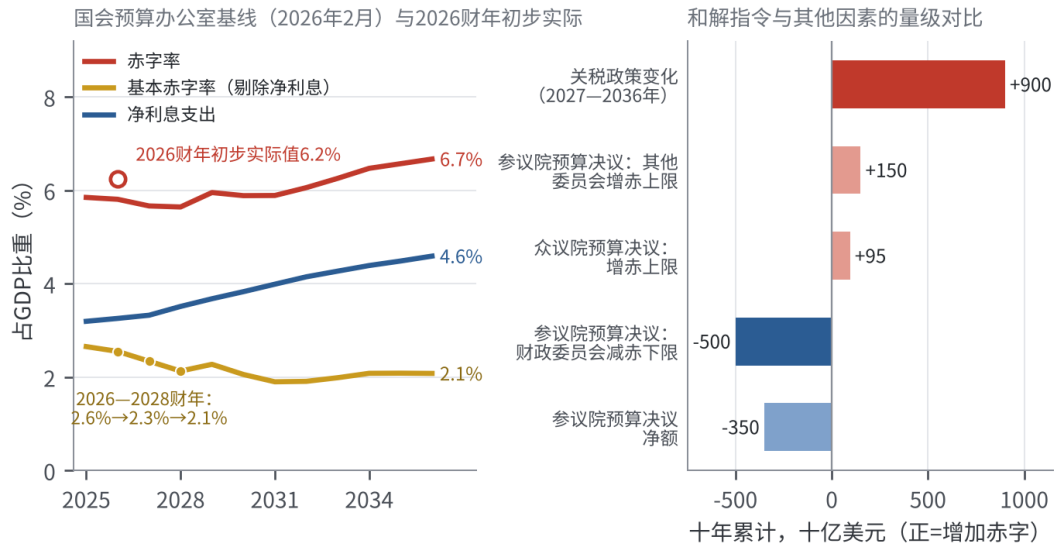
长期来看，高赤字、高利息支出的趋势与选举结果无关。根据国会预算办公室 2026 年 2 月的基线预测，2027 财年美国联邦赤字为 1.89 万亿美元，占 GDP 的 5.7%，净利息支出为 1.11 万亿美元，占 GDP 的 3.3%；到 2036 年，两者将分别升至 6.7%和 4.6%。一些与选举无关的因素，对赤字的影响反而更大：国会预算办公室 8 月估计，美国最高法院否决紧急状态关税、政府改用其他关税后，2027—2036 年的赤字将因此增加 0.9 万亿美元；2026 财年约 1300 亿美元的关税退税已计入当年收支，当年赤字初步估算为 1.99 万亿美元。无论选举

结果如何，美国财政都将维持高赤字、高利息的格局。

但在短期，无论选举结果如何，2027 年财政对经济的拉动都会减弱。判断财政对经济的拉动，关键不是赤字的高低，而是赤字的变化，即“财政脉冲”：赤字占 GDP 的比重上升，说明财政在向经济注入额外需求；比重下降，说明财政在收缩。利息支出主要流向债券持有人，对需求的拉动较弱，因此通常用剔除利息后的“基本赤字”来衡量。2026 财年财政对经济的拉动较强：赤字初步估算为 1.99 万亿美元，约占 GDP 的 6.2%，比 2025 财年的 5.8%上升约 0.4 个百分点。这主要源于两项带有一次性特征的因素：一是《大而美法案》的个人减税追溯适用于 2025 纳税年度，集中体现在 2026 年上半年报税季的退税中；二是美国最高法院否决紧急状态关税后，约 1300 亿美元（约占 GDP 的 0.4%）的关税在当年退还给进口商。进入 2027 财年，关税退税不会重复出现，减税的规模不再扩大，而《大而美法案》中医疗补助和食品券等支出削减从 2027 年前后陆续生效。国会预算办公室的基线显示，基本赤字率将从 2026 财年的 2.6%降至 2027 财年的 2.3%和 2028 财年的 2.1%，每年下降约 0.2 个百分点；即便计入 8 月关税政策变化带来的赤字增加（十年 0.9 万亿美元按年平均分摊），2027 财年的赤字率也将低于 2026 财年。换言之，按现行法律，2027 年财政将由扩张转为温和收缩；赤字率之所以仍在高位并在 2029 年后继续上升，主要是因为利息支出在增加，而利息支出对经济的拉动有限。

即便共和党保住两院，新增的财政扩张也很有限，只能部分对冲财政拉动的减弱。共和党若保住两院，可以再次通过预算和解推进减税或增加支出（市场俗称“和解 3.0”），但两院已经通过或公布的预算决议留出的空间很小。众议院 7 月以 216 比 214 通过的 2027 财年预算决议，只允许农业、军事、情报和众议院行政四个委员会在十年内合计增加不超过 950 亿美元的赤字；参议院 8 月公布的版本把增赤上限定为 1500 亿美元，同时要求财政委员会减少赤字不少于 5000 亿美元，两者相抵反而是减赤至少 3500 亿美元。即便 1500 亿美元的上限全部用足、且前两年兑现一半，2027 和 2028 财年的赤字率也只分别提高约 0.14 和 0.09 个百分点，小于现行法律下基本赤字率每年约 0.2 个百分点的降幅，财政拉动减弱的方向不会改变。2017 年《减税与就业法案》的个人减税已由 2025 年的《大而美法案》永久化，不再是新增的财政扩张。

图表 11：财政：赤字率、基本赤字率与利息支出（左），选举相关的和解指令与其他因素的量级对比（右）



资料来源：国会预算办公室，美国众议院，美国参议院，五矿证券研究所

注：左图赤字剔除支付日期调整的影响，基本赤字率为剔除净利息后的赤字占 GDP 比重，2026 财年初步实际值为初步估算的赤字 1.99 万亿美元除以基线名义 GDP；右图为十年累计，预算决议指令是上限或下限。

民主党拿下众议院乃至两院，意味着没有新增刺激来对冲财政收缩，而且拨款和债务上限的博弈会更激烈。在民主党两院和两院分治下，预算和解通道关闭，2027 年的财政路径就是现

行法律下的温和收缩。此后的财政走向，取决于两党在年度拨款和债务上限上的讨价还价：民主党会把延长《平价医疗法案》补贴、阻止进一步削减医疗补助作为谈判条件；共和党和白宫则倾向于压缩非国防支出，财长贝森特 9 月表示，若民主党获胜，政府可能在跛脚鸭会期加快推出削减赤字的方案。这类博弈常见的三种结果对经济都偏紧：一是政府停摆，直接减少联邦支出和联邦雇员的收入；二是按上年水平延续拨款的临时拨款，名义支出持平，扣除通胀后的实际支出下降；三是以设定支出上限换取提高债务上限。民主党争取的补贴延期即使达成，规模也不大，不足以改变财政收缩的方向。博弈的激烈程度随民主党掌控的范围上升：民主党两院下，两院可以在拨款和债务上限上联合施压，与白宫的对峙最直接；两院分治下，共和党控制的参议院可以与白宫协调立场，对峙相对缓和；共和党两院下以党内协调为主，博弈最弱。

12 月 11 日临时拨款到期是选后第一个财政节点，我们预计国会将再通过一次短期临时拨款。众议院拨款委员会共和党议员辛普森 9 月预计，国会将在选后会期再通过一次临时拨款，并通过若干小型综合拨款包逐步完成全年拨款。在民主党两院和两院分治的情景下，民主党更愿意把全年拨款留给新国会处理，共和党则可能希望先锁定国防等优先事项，而参议院的 60 票门槛决定了任何方案都需要两党合作。我们的基准判断是：再通过一次临时拨款，把拨款期限延至新国会就职之后，同时通过部分小型综合拨款包。12 月发生政府停摆的风险，在民主党两院和两院分治下相对较高，在共和党两院下相对较低。国会预算办公室估计，持续 4、6、8 周的停摆会使当季年化 GDP 增速分别下降 1.0、1.5 和 2.0 个百分点，且大部分会在随后的季度回补，短期停摆对经济的影响有限。

债务上限是民主党掌控国会后真正的财政风险。债务上限是国会为联邦债务总额设定的法定上限。触及上限后，财政部只能依靠“非常措施”腾挪资金，一旦用尽，就到了可能违约的“X 日”。2025 年的《大而美法案》把上限提高到 41.1 万亿美元。全美纳税人联盟测算，联邦债务将在 2027 年 2 月至 7 月间触及上限（中心判断为 5 月），X 日约在 2028 年 2 月；两党政策中心估计非常措施可以维持 6 至 9 个月。现有两院预算决议都没有授权用和解程序提高债务上限，共和党难以在跛脚鸭会期提前解决这一问题。因此，在民主党两院和两院分治的情景下，债务上限将在 2027 年下半年成为两党谈判的筹码，并与 2027 年 10 月 1 日开始的 2028 财年拨款叠加，2027 年四季度至 2028 年一季度是财政风险最集中的时期。历史上，在野党掌控众议院后，财政博弈往往会带来经济拖累和市场波动：2011 年共和党掌控众议院后，债务上限僵局导致美国主权信用评级被下调，最终以《预算控制法》设定十年支出上限收场，财政紧缩延续多年；2018 年民主党夺回众议院后，围绕边境墙拨款的政府停摆从 2018 年 12 月 22 日持续到 2019 年 1 月 25 日，共 35 天，国会预算办公室估计这次停摆使实际 GDP 减少约 110 亿美元，其中约 30 亿美元无法回补。

对经济和市场而言，2027 年财政将由助力转为小幅拖累，民主党掌控国会会放大这一过程中的波动。对经济，财政收缩叠加高油价对居民实际收入的挤压，2027 年的增长将更多依赖人工智能投资和居民消费的韧性；与此同时，需求降温有助于抑制通胀，会在边际上减轻美联储继续加息的压力。对市场，财政不会成为 2027 年盈利和增长的上行驱动，共和党两院下的和解法案只能提供小幅缓冲；在民主党两院和两院分治下，12 月临时拨款到期、2027 年下半年债务上限与 2028 财年拨款叠加，将成为阶段性的波动来源，届时承压的主要是临近 X 日到期的短期国债、国防承包商和医疗服务等依赖联邦支出的行业，以及市场的整体风险偏好。

2.3 产业政策：存量已被法律锁定，选举改变的是新钱、新人和监督

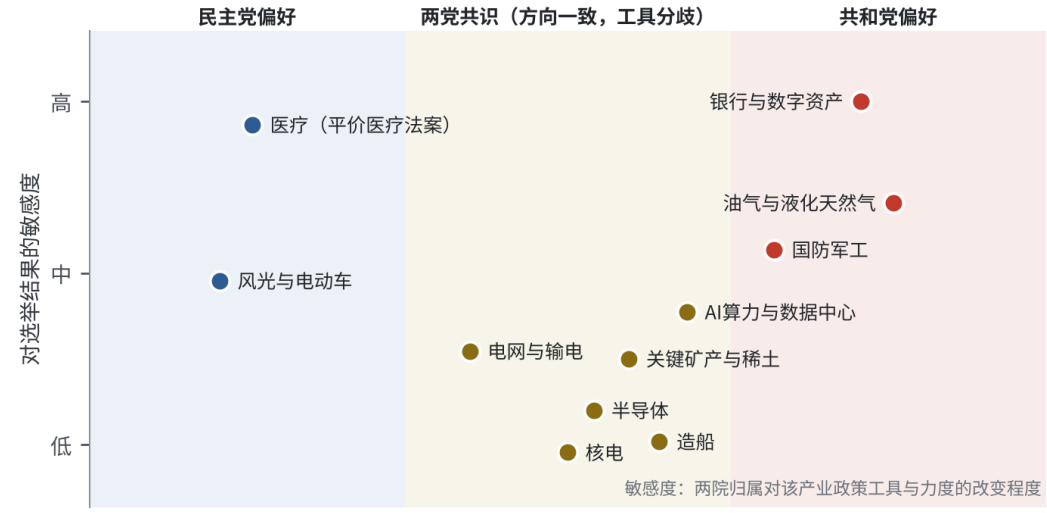
产业政策是选举影响股市行业最直接的渠道，可以分为两党共识产业和分歧产业两类。半导体、人工智能算力、关键矿产、造船和核电是两党方向一致的“共识产业”，选举改变的主要是政策工具，即依靠补贴、关税、拨款还是政府入股；清洁能源、油气、医疗和金融监管是

两党立场分歧明显的“分歧产业”，选举改变的是政策力度。不过我们认为，两类产业对选举结果的敏感度实际上都不算高，因为大部分存量政策已经被法律锁定。

清洁能源补贴的退出已经写入法律，民主党国会无法恢复，但能阻止法定政策进一步收紧。2025 年 7 月签署的《大而美法案》大幅削减了拜登政府《通胀削减法案》中的清洁能源税收抵免，而且时间表已经生效：新车、二手车和商用清洁车的购车抵免于 2025 年 9 月 30 日终止，住宅节能与清洁能源抵免于 2025 年底终止；风电和光伏项目若在 2026 年 7 月 4 日之后开工，必须在 2027 年底前投入运营才能获得抵免；核电、储能等其他清洁发电的抵免则全额保留到 2033 年开工的项目，此后逐年递减；先进制造生产抵免从 2030 年起分年退出；半导体投资抵免反而从 25%提高到 35%，要求 2026 年底前开工。国会联合税收委员会估计，这些能源条款在 2025 至 2034 年合计使联邦财政净增收约 4990 亿美元。税收抵免本质上是少征的税，削减抵免相当于少减税，因此在预算上体现为收入增加，而不是支出减少。民主党即使拿下两院，恢复抵免的法案也需要总统签署，基本没有可能。反过来，进一步收紧也很难：削减抵免同样需要立法，只有在共和党两院的情景下，才可能通过预算和解再次压缩剩余的抵免。这意味着，只要民主党拿下众议院，清洁能源的法定政策环境至少不会继续恶化，核电、储能等剩余抵免的时间表将得到保护。不过，行政层面的收紧不受国会约束：财政部和国税局 2025 年 8 月的指引已收紧风电和光伏项目“开始建设”的认定标准，“受禁外国实体”规则也在持续细化，这类收紧在任何情景下都可能继续。

国会表决记录显示，两党都支持核电和芯片产业，在许可改革和数字资产上分歧明显，人工智能监管则卡在联邦与各州的权限之争上。2024 年核电许可法案（ADVANCE 法案）在参议院以 88 比 2 通过，2022 年《芯片与科学法案》在参议院以 64 比 33 通过，说明两党都支持发展核电和本土芯片产业，这两个领域的政策方向不会因选举而改变。人工智能监管的焦点是由联邦还是各州来管。2025 年 7 月，参议院以 99 比 1 删除了《大而美法案》草案中“暂停各州人工智能立法”的条款，这一压倒性的票数说明，两党都不支持由联邦一刀切地冻结州法；但联邦层面应制定怎样的统一规则、是否以及在多大程度上取代各州法律，两党至今没有形成共识，联邦层面也还没有统一的人工智能监管立法。因此，无论选举结果如何，人工智能监管都将以各州立法为主，选举对人工智能算力和数据中心的影响有限。许可改革和数字资产则带有明显的党派色彩：许可改革法案（SPEED 法案）在众议院以 221 比 196 通过，民主党只有 11 票赞成；加密市场结构法案（CLARITY 法案）9 月 15 日在参议院的程序性表决中以 49 比 50 失败。这意味着，一旦民主党控制参议院，数字资产和许可改革相关立法的推进难度将明显上升。

图表 12：产业政策光谱：两党偏好与对选举结果的敏感度



资料来源：两党 2024 年党纲，参议院与众议院唱名表决记录， 五矿证券研究所

中期选举之后，如果民主党掌控众议院乃至两院，特朗普政府会更多依靠政府入股、价格托

底和投资承诺等行政工具推行产业政策。这一转向已经开始。近一年来，白宫越来越多地直接参与企业经营:政府以 88.7 亿美元的芯片法案及安全飞地资金换取英特尔约 9.9%的股份；国防部向稀土企业 MP Materials 投资 4 亿美元优先股、提供 1.5 亿美元贷款，并承诺十年内以每公斤 110 美元的价格托底采购氧化镨钕、包销其磁材产品；能源部向锂矿企业 Lithium Americas 提供 22.3 亿美元贷款，同时获得公司和项目层面各 5%的认股权证；日本承诺对美投资 5500 亿美元、韩国承诺 3500 亿美元，以换取较低的关税。这些工具依托《芯片与科学法案》、《国防生产法》和能源部贷款项目等既有授权与资金，不需要新的立法。民主党掌控众议院后，预算和解通道关闭，新增税收抵免和专项拨款都难以通过，白宫推行产业政策将更加依赖这类工具，民主党掌控的范围越大，这一倾向越明显；共和党两院下，白宫仍可通过立法提供新增补贴，对行政工具的依赖相对较低。国会能做的是拒绝新增资金、对资金用途附加限制和调查入股交易，但难以撤销已签署的合同。价格托底所依托的《国防生产法》授权只延至 12 月 11 日，是跛脚鸭会期最关键的产业政策节点，民主党掌控国会后也可能在续期时附加监督条件。

与正式立法相比，行政工具对产业的影响更集中、规模更小，也更难持续。一是受益面更窄。税收抵免等立法按统一标准适用于所有符合条件的企业，整个行业都能受益；入股、托底和包销则是一事一议，资金和订单集中在被选中的少数企业，同一行业内部的分化会加大，产业政策带来的投资机会将从行业整体转向个别企业。二是规模更小。行政工具受既有授权和存量资金的限制，单笔金额多在数亿至数十亿美元，而一项全国性的税收抵免动辄涉及数千亿美元。三是延续性更弱。已签署的合同受法律保护，但新的交易取决于授权和资金能否延续，下一届政府也可以不再沿用，企业难以据此做长期规划。四是政府从补贴者变为股东和买家，企业获得资金和订单保障的同时，经营决策也会受到更多政治因素的影响。

图表 13：政策工具与国会依赖度

工具	典型案例	法律与资金基础	国会依赖度	民主党掌控众议院时国会能卡住的环节	共和党两院下的变化
税收抵免	风光、储能、半导体投资抵免	税法（《大而美法案》已改写）	高	不能恢复已终止的抵免，可阻止新的削减	可经预算和解再调整
拨款与赠款	芯片法案赠款、能源项目、国防采购	年度拨款	高	限制资金用途、附加条款	向国防、边境倾斜
政府入股与贷款	英特尔约 9.9%股份、Lithium Americas 认股权证	既有项目授权与资金	中	调查监督，限制新增资金	扩大
价格托底与包销	MP Materials 氧化镨钕每公斤 110 美元托底	《国防生产法》（延至 12 月 11 日）与合同	中高	《国防生产法》续期成为议价点	续期顺利
关税（232、301）	特定芯片、专利药、无人机、多晶硅	既有贸易法授权	低	听证、附加条款	延续或扩大
出口管制与投资审查	先进芯片出口许可、对外投资审查	《出口管制改革法》、2026 财年国防授权法	低	两党共识，倾向加码	延续
国防采购禁令	人形机器人、光伏、光纤、碳化硅	国防授权法	中	细节与豁免期	延续
监管与项目审批	油气、核电、电网、金融	行政权与参议院确认	中（经人事）	民主党两院下新提名受阻	加速

资料来源：英特尔、MP Materials 公司公告，美国能源部，第 119-103 号公法，第 119-60 号公法，美国众议院， 五矿证券研究所

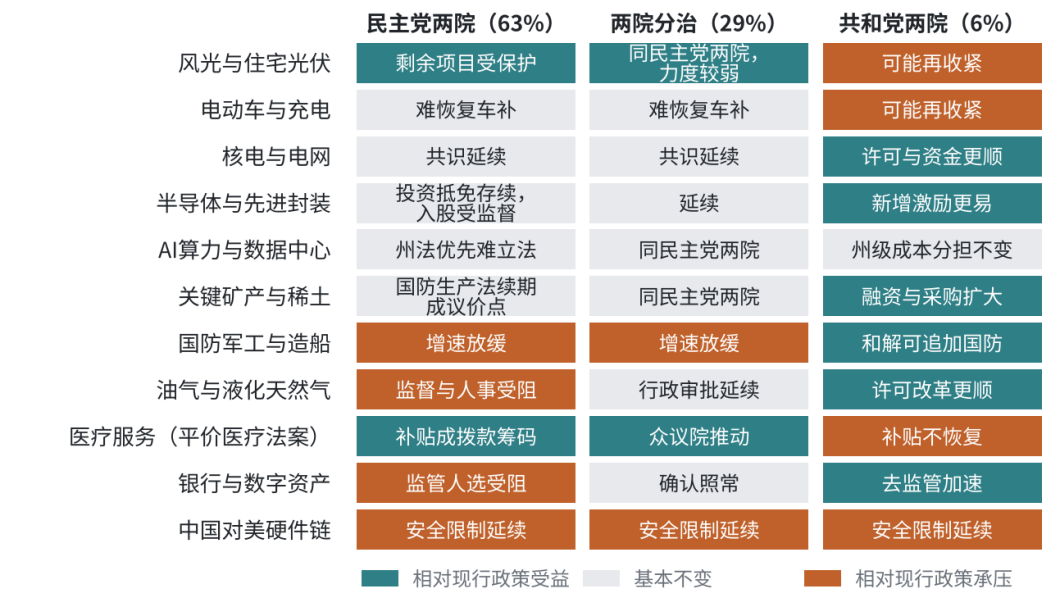
参议院归属对监管的影响相对较慢。联邦能源管理委员会（负责电网和天然气管道等项目审批）五名委员的任期分别到 2027 年至 2031 年，其中拉塞特已于 2026 年 5 月获确认连任至 2031 年；核管理委员会五名委员的任期同样分布在 2027 年至 2031 年；证交会主席阿特金斯任期至 2031 年，联邦贸易委员会主席弗格森任期至 2030 年。在民主党两院的情景下，民主党控制的参议院能卡住的，是 2027、2028 年到期的委员席位以及新出现的空缺，现任主

席和各委员会的多数结构不会改变。因此，油气项目审批、核电审批和金融去监管的方向，在民主党两院下只会放缓，不会逆转。

跛脚鸭会期最可能落地的是国防授权法和各项授权延期，许可改革有望成为分治格局下仍能达成的交易。2027 财年国防授权法已在众议院通过，但参议院 7 月以 50 比 46 未达到 60 票，未能开启辩论，两院文本仍需协调；《国防生产法》和地面交通授权的短期延期，大概率会随拨款法案一并处理。加密市场结构法案 9 月在程序性表决中失败，在跛脚鸭会期通过的可能性不高。许可改革的前景反而有所改善：9 月 30 日，参议院能源和环境委员会的两党负责人联合提出一项许可改革法案（S.5653），若能在跛脚鸭会期或新国会达成，将成为分治格局下仍能推进的例外。此外，《平价医疗法案》（俗称“奥巴马医保”）的增强型保费补贴已于 2025 年底到期，众议院 1 月以 230 比 196 通过三年延期，参议院尚未通过；民主党掌控众议院后，这项补贴将成为拨款谈判的重要筹码。

对中国产业链的影响主要来自美国国防采购限制，在三种情景下方向一致。众议院版本的 2027 财年国防授权法禁止国防部采购中国生产的人形机器人、光伏组件、光纤和碳化硅产品，并要求关键矿产中的二级材料来自中国、俄罗斯、朝鲜、伊朗以外国家的比例，在 2028 年至 2031 年由 25%逐年提高到 100%。这些条款针对的是美国国防采购，而非全部民用市场。税收方面，“受禁外国实体”规则限制含有中国股权、技术授权或关键零部件的项目获得清洁能源抵免。对华产业限制是两党共识，这些限制在三种情景下方向一致，共和党两院下美国本土化的资金支持更为充足。

图表 14：产业×情景影响矩阵（相对现行政策）



资料来源：《大而美法案》，美国国税局指引，美国众议院，参议院 S.5653 法案，五矿证券研究所

综合来看，民主党拿下众议院的产业影响集中在拨款和医疗，再拿下参议院的增量在人事与监管，多数是相对方向的变化，而非政策逆转。与共和党两院相比，民主党只要拿下众议院（民主党两院与两院分治的共同点），就关闭了预算和解通道：国防军工失去了通过和解法案追加开支的途径，预算增速放缓；《平价医疗法案》补贴成为拨款谈判的筹码，医院与医疗服务相对受益；清洁能源剩余的抵免不会再被削减，但已终止的抵免无法恢复。与两院分治相比，民主党再拿下参议院的增量体现在人事与监管上：油气、银行的新提名和监管调整放缓，数字资产的市场结构立法在新国会难以推进。由于主要监管机构现任负责人的任期多到 2030 年前后，油气和银行受到的影响是边际的，数字资产和医疗受到的影响则是实质性的。半导体、核电与电网、关键矿产和造船在三种情景下方向不变。

2.4 关税与中美：白宫主导，双轨运行

美国最高法院否决了特朗普 2025 年关税战的主要法律依据，但关税的主导权仍在白宫。2025 年，特朗普依据《国际紧急经济权力法》宣布国家紧急状态，对几乎所有贸易伙伴加征“对等关税”，并以芬太尼问题为由对中国、加拿大、墨西哥加征关税。美国最高法院今年 2 月 20 日裁定该法不授权总统征收关税，海关于 2 月 24 日停止征收。白宫随即依据贸易法第 122 条（允许为应对国际收支问题征收最高 15%、最长 150 天的临时关税）加征临时关税，7 月 24 日 150 天期满后国会没有批准延期，白宫改用新的“强迫劳动”301 调查，对 60 个经济体加征 10%至 12.5%的关税。原有的对华 301 关税继续有效，以国家安全为由的 232 行业关税还在不断扩大范围：特定半导体 25%（1 月 15 日起）、专利药 100%、无人机 25%或 100%（9 月 3 日起），多晶硅最低进口价 12 月 4 日生效；白宫还对加拿大部分商品动用了 338 条款。这些工具都依据已有的贸易法授权，不需要国会事前批准。

图表 15：关税的法律依据与期限

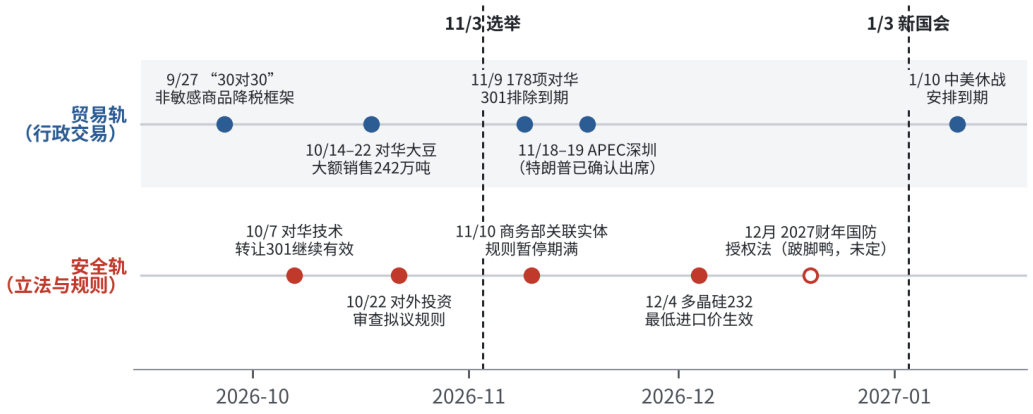
工具	适用范围与税率	法律依据与程序	期限	国会角色与状态
对华 301 关税（2018 年起）	对华多批清单	贸易法第 301 条；美国贸易代表办公室 10 月 7 日确认继续有效	四年复审，无统一到期日	无需国会批准
强迫劳动 301 关税（2026 年）	60 个经济体，10%—12.5%；已征 232 关税的商品豁免	贸易法第 301 条；7 月 24 日生效	四年复审	无需国会批准；国际贸易法院 9 月 30 日开庭
232 行业关税	钢铝铜、汽车；特定芯片 25%；专利药 100%；无人机 25%或 100%；多晶硅最低进口价（12 月 4 日）	贸易扩展法第 232 条；调查 270 日，总统 90 日内决定	无统一到期日	限制或撤销须立法
338 条款关税	加拿大汽车、酒类、乳制品 50%	关税法第 338 条	无统一到期日	限制或撤销须立法
122 条款关税（已到期）	全球临时附加税，最高 15%	贸易法第 122 条；最长 150 天	2026 年 2 月 24 日至 7 月 24 日	延期须立法，国会未延期
紧急状态关税（已失效）	原对等关税与芬太尼关税	美国最高法院 2 月 20 日裁定《国际紧急经济权力法》无关税授权	海关 2 月 24 日停征	退税由海关分阶段办理

资料来源：美国海关与边境保护局，美国贸易代表办公室，白宫 232 公告，美国国会研究服务处，五矿证券研究所

国会能对关税施压，但很难撤销关税。对关税的不满是跨党派的：2025 年至 2026 年，参议院两次以 51 比 48、50 比 46 通过终止对加拿大关税所依据的紧急状态的决议，众议院 2 月以 219 比 211 通过类似决议，有 6 名共和党人倒戈。但推翻总统否决需要三分之二多数，目前的支持票数相差甚远。民主党掌控众议院后，更可行的施压方式是举行听证、在拨款法案中附加限制条款和推动关税退还立法，例如参议院提出的 S.5390 法案要求终止强迫劳动 301 关税并退还税款，众议院提出的 H.R.9768 法案提议按家庭发放 850 至 1700 美元的关税返还。已被判违法的紧急状态关税，其退税由海关分阶段办理，10 月 6 日已进入第三阶段，不受选举影响。

对华政策呈现“双轨”格局：贸易上局部缓和，科技与投资上持续收紧。贸易方面，中美双方 9 月公布了“30 对 30”非敏感商品降税框架，双方各以 2024 年约 300 亿美元的贸易额为范围，中方称超过 90%的相关产品将恢复到最惠国税率；美方披露的中方采购承诺包括 2026 至 2028 年每年 2500 万吨大豆、每年 170 亿美元其他农产品，以及 2027 至 2028 年每年至少 1000 万吨煤炭。美国农业部 10 月 14 日至 22 日连续公布了 7 笔对华大豆大额销售，合计 242 万吨，说明采购承诺正在兑现。安全方面，对外投资审查和生物安全法已写入 2025 年 12 月通过的 2026 财年国防授权法，财政部 10 月 22 日发布拟议规则，拟把生物技术纳入对外投资审查范围。这两条轨道在三种情景下都会延续。

图表 16：中美关键节点：贸易轨与安全轨



资料来源：白宫与中国商务部，美国农业部，美国贸易代表办公室，美国财政部，白宫 232 公告，五矿证券研究所

对中国资产而言，选后 70 天内的几个节点比选举本身更重要。11 月 9 日至 10 日，178 项对华 301 关税的排除期和美国商务部“关联实体规则”的暂停期同时到期，需要逐项决定是否延期；11 月 18 日至 19 日召开 APEC 深圳领导人会议，特朗普已确认出席，习近平表示年底前两国元首还有 APEC 和二十国集团峰会两次会面机会；1 月 10 日中美经贸休战安排到期，恰好在新国会就职一周之后。这些节点由白宫与中方直接决定，对中国资产的影响大于选举本身。

国会归属改变的是双轨的力度。历史经验表明，在国内受挫的总统并不会单向地对华缓和或强硬。民主党掌控众议院后，国会会追问稀土交付、采购履约和关税豁免的分配，也会推动消费品的关税排除；在共和党两院下，白宫在达成交易和加码限制两个方向上都更自由。2018 年共和党失去众议院后，特朗普于 2019 年 5 月把第三批对华 301 关税从 10%提高到 25%，随后又在 2020 年 1 月签署第一阶段贸易协议，同期国会以 417 比 1 通过了香港人权与民主法案。交易与加码并行，比单一方向的判断更符合历史经验。

2.5 美联储：人事是直接通道

10 月美联储维持利率不变，油价推升的通胀仍是利率的主线。美联储 9 月加息 25 个基点，为 2023 年以来的首次加息。10 月 28 日的议息会议以 10 比 2 维持 3.75%至 4.00%的联邦基金利率目标区间，理事库克和克利夫兰联储主席哈玛克主张再加息 25 个基点；会后市场对 12 月加息的定价约为 84%。通胀压力主要来自能源：9 月 CPI 同比上涨 3.7%，其中汽油分项上涨 34.2%；美联储 9 月经济预测中，2026 年个人消费支出物价指数（PCE）通胀的中位数为 3.7%，年末政策利率的中位数为 4.1%，意味着年内还有一次加息。

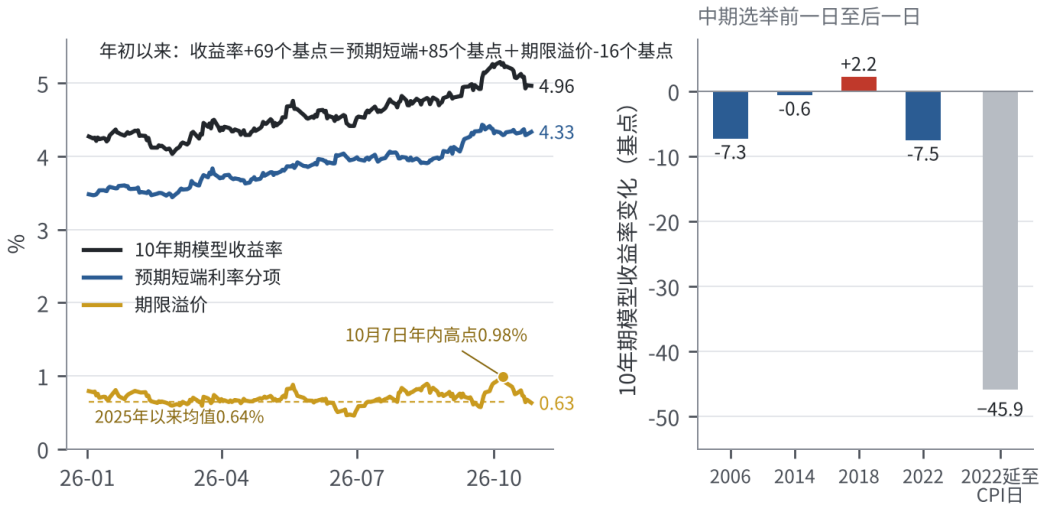
选举影响美联储的直接通道是参议院对理事的人事确认，而且主要影响 2027 年以后。美联储理事会共有七名理事，其中主席沃什（理事任期至 2040 年）、沃勒和鲍曼由特朗普任命。鲍威尔的理事任期 2028 年 1 月届满，届满后可留任至继任者就职；杰斐逊的副主席职务 2027 年 9 月到期，理事任期至 2036 年。白宫针对库克设立的调查委员会定于 11 月 5 日举行听证，美国最高法院 6 月已维持对她的临时保护。即使鲍威尔或库克的席位被替换，特朗普任命的理事也只占七席中的四席，而负责制定利率的联邦公开市场委员会共有 12 票（七名理事加五名地区联储主席），仍需至少 3 名其他委员的支持。在民主党两院的情景下，民主党控制的参议院会在 1 月 3 日之后卡住新的理事提名，但现任参议院在此之前仍可完成确认。而且，理事由谁任命并不决定其投票方向：10 月会议上没有委员主张降息，特朗普任命的三名理事都投票维持利率，另有两名委员主张继续加息，利率决策仍以通胀数据为依据。因此，即使人事有所变化，对利率的直接影响也有限，更多体现在市场对美联储独立性的预期上。

三种情景下财政都将转向温和收缩，对美联储略偏宽松，但不足以改变利率路径。如前所述，

民主党两院和两院分治下没有新增刺激，财政按现行法律温和收缩；共和党两院下新增赤字每年约占 GDP 的 0.1%，只能部分对冲。财政拉动减弱会使需求降温，在边际上减轻通胀压力；政府停摆会短暂拖累经济增长，但不足以单独促使美联储转向降息。决定利率路径的，仍是油价向核心通胀的传导和就业市场的变化。

对财政风险的担忧一度推高期限溢价，但目前已回落到正常水平，财政风险不是当前长期利率的主要矛盾。10 年期国债收益率可以拆成两部分：一是市场预期的未来短期利率的平均水平，二是投资者为承担长期持有风险而额外要求的补偿，即“期限溢价”。对财政赤字和国债供给的担忧，通常体现在期限溢价上。纽约联储的期限溢价模型显示，今年期限溢价曾几度明显上行，最近一次在 9 月下旬至 10 月初：9 月 22 日至 10 月 7 日，期限溢价从 0.57%升至 0.98%的年内高点，上升 41 个基点，带动 10 年期模型收益率升至 5.3%左右，反映出市场对财政风险的担忧一度升温。但这种担忧没有持续。随着美联储进入加息周期、市场对控制通胀的信心增强，期限溢价在 10 月快速回落，10 月 26 日降至 0.63%，低于年初的 0.79%，与 2025 年以来 0.64%的平均水平基本相当。从全年看，10 年期模型收益率从 1 月 2 日的 4.27%升至 10 月 26 日的 4.96%，上升 69 个基点，其中预期短期利率上升 85 个基点，期限溢价反而下降 16 个基点。也就是说，今年长期利率的上升主要来自加息预期，财政风险溢价虽曾阶段性抬升，但不是当前长期利率的主要矛盾。历史上，选举本身对利率的直接冲击也很小：中期选举前一日至后一日，10 年期收益率的变化分别为 2006 年−7.3 个基点、2014 年−0.6 个基点、2018 年+2.2 个基点、2022 年−7.5 个基点；2022 年若把窗口延长到选后第二天的 CPI 发布日，降幅会扩大到 45.9 个基点，可见经济数据的影响远大于选举。选举对长期利率的影响，主要通过美联储的人事与独立性预期，以及共和党两院这一尾部情景下的财政预期传导。

图表 17：美债：2026 年 10 年期收益率分解（左），历次中期选举前后的变化（右）



资料来源：纽约联储期限溢价模型数据，五矿证券研究所测算

注：左图虚线为 2025 年 1 月 2 日至 2026 年 10 月 26 日期限溢价的均值；右图为选举前一交易日至选举后一交易日 10 年期模型收益率的变化。

2.6 战争与地缘：国会难以强制停战，拨款是主要硬约束

国会可以通过战争权力决议表明态度，但无法强制停战。根据 1973 年的《战争权力决议》，国会可以要求总统撤出未经授权的军事行动。2026 年，众议院三次通过要求撤出对伊朗敌对行动的共同决议（6 月 3 日 215 比 208、7 月 23 日 214 比 208、9 月 15 日 220 比 204），参议院 6 月以 50 比 48 通过其中一项，9 月以 49 比 50 否决了另一项。共同决议不需要总统签署，白宫认为其没有法律约束力；具有约束力的联合决议则会被总统否决，而 2019 年也门问题、2020 年伊朗问题上推翻否决的表决分别以 53 比 45 和 49 比 44 失败。即使在民主

党两院的情景下，民主党也达不到推翻否决所需的三分之二多数。

拨款是国会更有力的约束，但效果滞后。国会预算办公室估计，截至 8 月 1 日对伊作战成本约 380 亿美元，路透社 10 月 28 日援引的国防部估计已超过 470 亿美元。民主党掌控众议院后，可以拒绝追加战争拨款，但国防部现有的运营资金、多年期资金和资金调剂权限可以支撑一段时间的军事行动，约束首先会体现在拦截弹补充、部队轮换和扩大部署上。在制裁方面，涉及伊朗核计划的任何协议都需提交国会审查（5 日内提交、一般审查期 30 日），民主党国会既能限制冲突升级，也会提高解除制裁、达成协议的门槛。

霍尔木兹海峡的实际油流比国会归属更直接地决定油价。霍尔木兹海峡是波斯湾石油出口的必经通道。美国能源信息署基于航运数据公司 Vortexa 的估计显示，海峡石油流量从 2025 年四季度的每日 2160 万桶降至 2026 年二季度的每日 490 万桶，降幅达 77%，液化天然气流量降幅达 92%；航运监测机构 Windward 统计，10 月 25 日通过海峡的船舶只有 19 艘。布伦特原油期货 10 月 27 日结算价为每桶 113.88 美元，战前约为 72.5 美元，海峡封锁对于油价的影响巨大。

图表 18：油价与霍尔木兹海峡：布伦特原油与关键事件（左），海峡石油流量（右）



资料来源：Wind，美国能源信息署基于 Vortexa 的霍尔木兹流量季度估计，白宫，美军中央司令部，五矿证券研究所

选后总统的决策动机变化有限，基准路径是封锁与间歇交火持续、谈判同时进行；民主党两院会降低战争长期化的概率。选前白宫有压低油价的直接动机;选后选票的约束减弱,但 2028 年大选、通胀和人员伤亡仍在约束决策。我们把“封锁与间歇交火持续、谈判同时进行”作为基准路径，谈判达成并恢复通航、冲突再度升级是两端的尾部情形。国会归属改变的是战争持续下去的成本：民主党只要掌控众议院，就能卡住新增战争拨款；民主党两院下，参议院还能通过战争权力决议、听证和对伊朗协议的审查进一步施压。因此我们认为，战争长期化的概率在民主党两院下最低，两院分治下次之，共和党两院下最高。这一约束要在新国会就职、国防部现有资金逐步消耗后才会显现，选后两个月内的油价仍取决于霍尔木兹海峡的实际通航。同时，民主党国会也会提高解除制裁、达成正式协议的门槛，因此长期化概率的下降，更可能体现为军事行动规模收缩和冲突降温，而不是迅速达成全面协议。

俄乌、北约与亚太方向的政策保持连续，差别在于经费和附加条件。2026 和 2027 财年，乌克兰安全援助倡议各有 4 亿美元授权，总统从美军现有库存中调拨装备的权限尚余 49.6 亿美元，北约盟友及伙伴国出资为乌克兰采购美制装备的机制（PURL）截至 6 月已宣布约 63 亿美元；法律禁止总统未经参议院三分之二同意或国会立法退出北约；2026 财年拨款为中国台湾安排了 10 亿美元，对中国台湾军事融资不少于 3 亿美元。民主党国会更可能保护对乌经费并加强监督，共和党两院则更依赖盟友出资；亚太方向在三种情景下都保持连续。

3. 资产价格：选举冲击与宏观主线

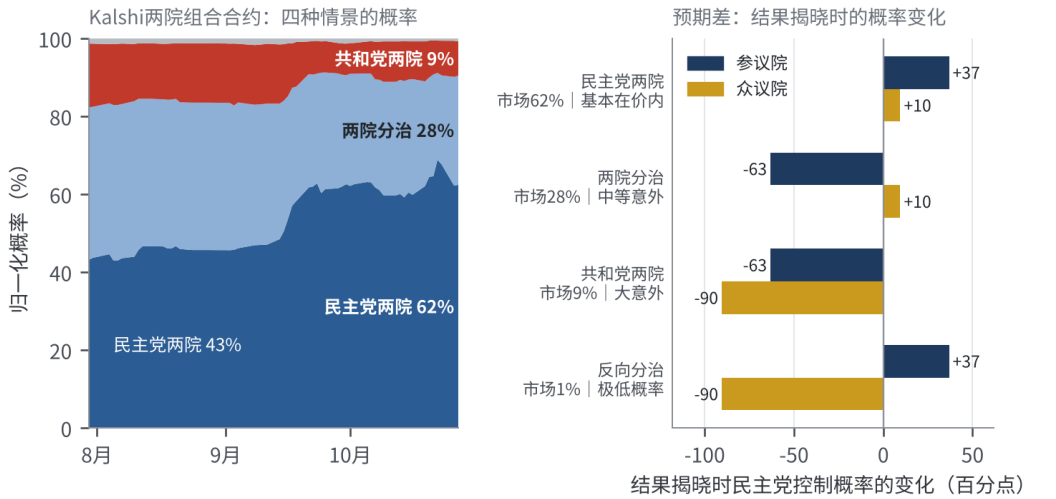
2026 年的资产定价主要由油价、美联储加息和人工智能产业的盈利驱动，选举在多数时候只是次要变量。前两部分的结论是，民主党大概率拿下众议院，党派性立法将基本冻结；无论选举结果如何，2027 年财政对经济的拉动都会减弱，选举只改变财政博弈的激烈程度；政策变化集中在人事、监管和少数产业上。这决定了选举对大类资产的影响整体有限。选举对资产的直接影响只集中在三个地方：一是市场定价与实际结果之间的“预期差”，主要来自参议院归属和共和党两院这一尾部情景；二是财政路径通过期限溢价对长期美债的影响；三是对政策敏感的行业。我们先看市场已经定价了什么，再从历史经验和时间窗口的角度看选举的影响如何随时间变化，最后给出大类资产在不同情景下的方向。

3.1 定价基准与预期差：民主党两院已在价内，两院分治和共和党两院是意外

市场的基准情景与我们一致，民主党两院已基本被市场定价。Kalshi 的两院组合合约直接对四种情景定价。10 月 27 日收盘时，把四个合约的买卖中间价换算成合计 100%的概率，民主党两院为 62.4%、两院分治为 28.0%、共和党两院为 8.8%、反向分治为 0.7%，与我们给出的 63%、29%、6%和 2%基本一致。三个月前的定价明显不同：7 月 30 日，民主党两院的概率只有 43.2%，此后上升了 19 个百分点，几乎全部来自参议院，民主党控制参议院的概率从 44%升至 63%，控制众议院的概率从 82%升至 90%。近一个月定价已趋于稳定，民主党两院的概率较 9 月 28 日只上升了 0.9 个百分点。

预期差集中在参议院：两院分治是中等意外，共和党两院是大意外。预期差越大，资产价格需要调整的幅度就越大。以选举结果揭晓时概率变为 0 或 100%来衡量：如果民主党两院兑现，民主党控制参议院的概率只需再上升 37 个百分点，控制众议院的概率上升 10 个百分点，市场早有准备；如果两院分治兑现，参议院的概率要下降 63 个百分点，冲击约为前者的 1.7 倍，且方向相反；如果共和党两院兑现，参议院的概率下降 63 个百分点，众议院的概率下降 90 个百分点，财政与产业预期都要重新定价。因此我们认为，民主党两院带来的增量信息有限，对政策敏感的行业只会小幅延续已有走势；两院分治的冲击集中在受参议院人事和监管影响的行业，以及市场对美联储人事的预期；共和党两院是唯一会明显影响长期美债的情景。反向分治的政策含义与民主党两院接近，资产影响也与之相近。

图表 19：市场定价与预期差：四种情景的概率走势（左），结果揭晓时的概率变化（右）



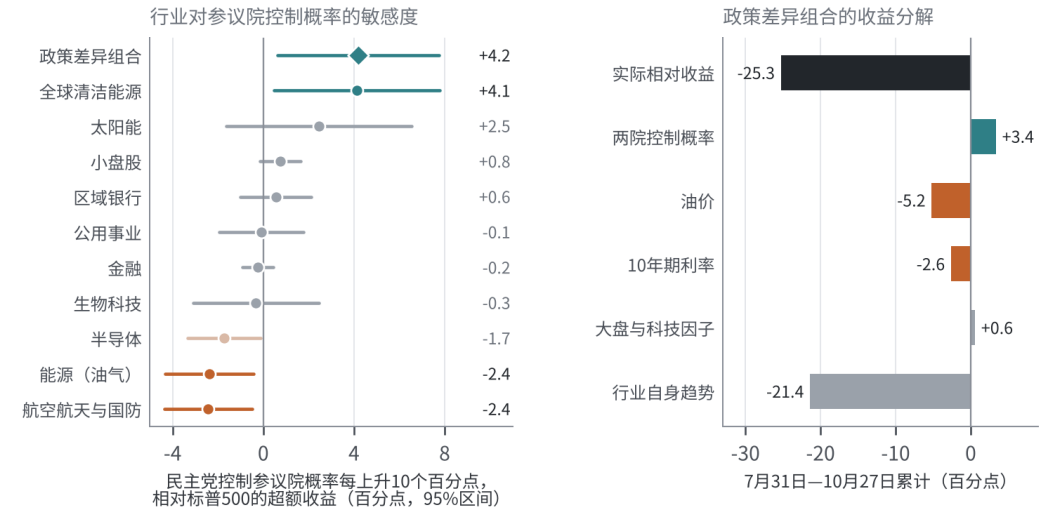
资料来源：Kalshi 两院组合合约小时报价，五矿证券研究所测算

注：四种情景按合计 100%换算；反向分治（众议院共和党、参议院民主党）概率不足 1%，为左图顶部灰色部分。右图为结果揭晓时民主党控制两院概率相对 10 月 27 日定价的变化。

清洁能源、油气和国防军工三个政策敏感行业的股价已经在为参议院归属定价，不过选举只

是这些行业表现的次要因素。我们以清洁能源、太阳能、油气、国防军工、区域银行、金融、生物医药、半导体、公用事业和小盘股 10 个行业或风格 ETF 为研究对象，用 8 月以来 60 个交易日的数据，检验它们相对标普 500 的超额收益与民主党控制参议院概率之间的关系，并剔除大盘、油价、利率和科技股走势的影响。结果显示，在不同模型设定下都稳定显著的只有三个行业：民主党控制参议院的概率每上升 10 个百分点，清洁能源相对大盘上涨约 4.1 个百分点，油气和国防军工分别跑输约 2.4 个百分点，方向与政策逻辑一致；其余行业的反应不显著或不稳定。但与其他因素相比，选举的影响很小：8 月以来，民主党控制参议院的概率累计上升约 18 个百分点，由此带来的清洁能源和太阳能相对油气和区域银行的超额收益只有约 3 至 5 个百分点；同期这一组合实际跑输大盘 25 个百分点，主要源于油价上涨、利率上行和行业自身的趋势。

图表 20：行业对参议院控制概率的敏感度（左），政策差异组合的收益分解（右）



资料来源：Kalshi，Yahoo Finance（ETF 复权收盘价），五矿证券研究所测算

注：样本为 7 月 31 日至 10 月 27 日 60 个交易日；左图为行业 ETF 相对标普 500 ETF 的日超额收益对两院控制概率日变化的回归系数及 95%置信区间，控制变量为标普 500 ETF 收益、WTI 原油收益、10 年期收益率变化和纳斯达克 100 ETF 相对标普 500 ETF 的收益差；深色为在不同控制变量组合下均显著的系数。政策差异组合为清洁能源与太阳能 ETF 的平均收益减去能源与区域银行 ETF 的平均收益。右图为各项日度贡献的加总，“行业自身趋势”为回归常数项。

期权市场没有为选举支付明显的风险溢价，说明市场认为选举对指数的影响本身不大。标普 500 隐含波动率指数（VIX）反映期权市场对未来 30 天股市波动幅度的预期。10 月 27 日，覆盖选举日的 9 天期指数为 16.65，低于 30 天期 VIX 的 17.52 和 3 个月期的 19.57，期限越长、隐含波动率越高，没有出现跨越选举日的“凸起”，说明股票期权市场没有为选举支付明显溢价。这并不是因为市场认为选举结果已经确定：按 Kalshi 的定价，民主党两院以外的结果合计仍有约 38%的概率。更合理的解释是，市场判断无论哪种结果兑现，对指数的影响都有限，这与我们的分析一致：选举改变的主要是行业之间的相对表现，指数仍由盈利、利率和油价决定。利率期权市场同样如此：衡量美债隐含波动率的 MOVE 指数为 97.9，明显高于 8 月的均值 73.5，10 月 5 日一度升至 113.6，但这一上升主要反映加息周期中利率路径的不确定性，而非选举风险。

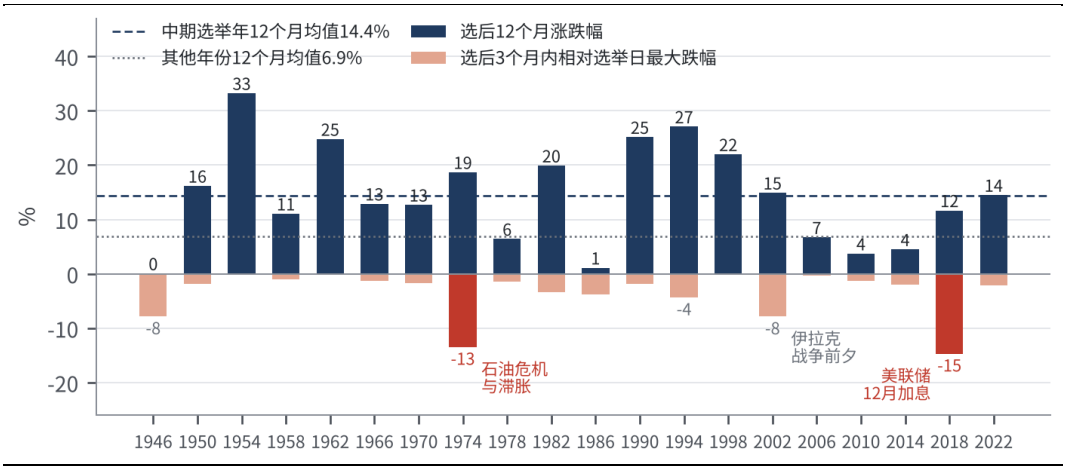
3.2 时间窗口与历史经验：12 个月看季节性，3 个月看回撤

历史上，中期选举后 12 个月美股无一下跌，这一规律主要反映政策周期，与两院归属无关。1946 年至 2022 年的 20 次中期选举，标普 500 在选后 12 个月全部上涨，平均涨幅 14.4%；作为对比，其他年份同期上涨的概率约为三分之二，平均涨幅 6.9%。选后 1 个月，20 次中有 15 次上涨，平均涨 1.4%；选后 3 个月，有 18 次上涨，平均涨 7.5%。这一规律与选举结果无关：执政党失去两院（2006 年）、失去众议院（2018 年）或扩大优势（2002 年）之后，

美股 12 个月都上涨了。市场通常的解释是，中期选举后政策不确定性下降，总统也倾向于为连任而稳定经济。“分裂国会利好美股”的说法则缺乏历史依据：两院分属两党的只有 2018 年和 2022 年两次，选后 12 个月分别上涨 11.7%和 14.5%，与其他中期选举没有明显差别。

在加息和油价冲击的背景下，选后 3 个月的回撤明显更大，而 2026 年两个条件同时具备。20 次中期选举中，选后 3 个月内标普 500 相对选举日的最大跌幅超过 10%的只有两次：1974 年（−13.4%），当时美国正处于石油危机和滞胀之中；2018 年（−14.7%），美联储在选后 6 周继续加息，标普 500 直到 12 月 24 日才见底。其余 18 次中，有 16 次最大跌幅在 5%以内。2026 年，美国同时面临油价冲击（布伦特原油较年初上涨 87%）和加息周期（9 月加息 25 个基点，市场对 12 月再次加息的定价较高）。因此我们认为，“中期选举后美股上涨”的规律在 12 个月的维度上仍有参考价值，但选后两个月左右的过渡阶段，回撤风险明显高于历史常态，风险来源是美联储和油价，而不是国会。

图表 21：1946—2022 年历次中期选举后的标普 500：12 个月涨跌幅与 3 个月内最大跌幅

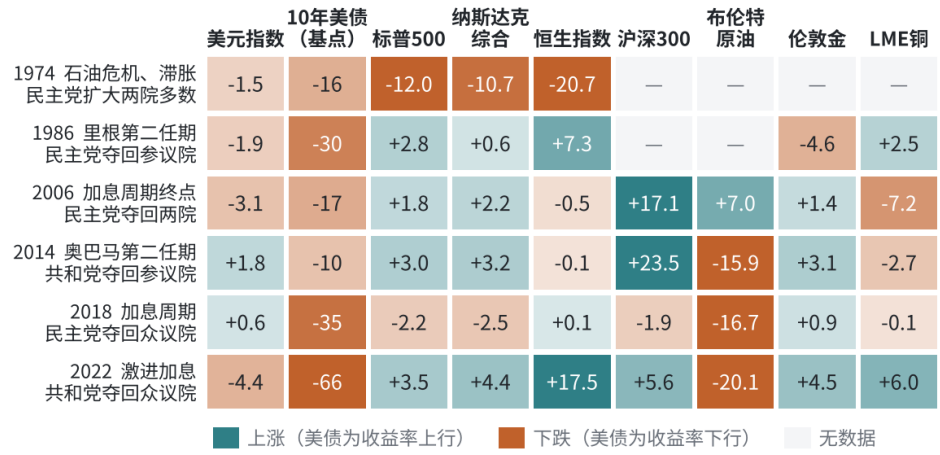


资料来源：Wind，五矿证券研究所测算

注：以选举日收盘为基准；12 个月终点为 12 个自然月后最近一个交易日；最大跌幅为选后 3 个月内最低收盘相对选举日收盘的跌幅，1954 年选后未跌破选举日收盘；其他年份为 1945 至 2024 年非中期选举年的同一日期，共 60 个样本。

六次历史类比显示，选后 1 个月只有美债收益率的方向一致，其他资产由各自的宏观背景决定。我们选取六次最具参考价值的中期选举：2006 年（民主党夺回两院，对应民主党两院情景）、2018 年（民主党夺回众议院，对应两院分治）、1986 年和 2014 年（总统第二任期内参议院易手），以及 1974 年（石油危机与高通胀）和 2022 年（激进加息周期）。这六次选后 1 个月，10 年期美债收益率全部下行，降幅在 10 至 66 个基点之间；扩大到 1954 年以来的 18 次中期选举，选后 1 个月收益率下行 12 次，平均下行 16 个基点，明显大于其他年份平均 6 个基点的降幅。美元和黄金没有一致的方向；布伦特原油在 2014、2018 和 2022 年选后 1 个月下跌 16%至 20%，分别源于石油供给过剩、美国对伊朗制裁的豁免和需求放缓；沪深 300 在 2006 年和 2014 年选后 1 个月分别上涨 17%和 24%，恒生指数在 2022 年上涨 17.5%，同样由国内政策与市场周期驱动。可见，选举对多数资产的影响会被各自的宏观主线所掩盖。

图表 22：六次历史类比：选后 1 个月各类资产表现



资料来源：Wind，五矿证券研究所测算

注：选举日收盘至 1 个月后最近一个交易日；10 年期美债为收益率变化（基点），其余为价格涨跌幅（%）；无数据的未计算；1974 年民主党在两院原已占多数。

选后一周恰逢多项重要数据发布，资产价格的变化不能简单归因于选举。11 月 4 日财政部公布季度再融资声明（决定下一季度国债的发行安排），恰在选举次日；11 月 6 日公布 10 月非农就业数据；11 月 10 日公布 10 月 CPI，正好是选后一周的终点。2022 年的经验值得借鉴：选后一周标普 500 上涨 4.3%、10 年期收益率下行 34 个基点，看上去是对选举结果的反应，但 11 月 10 日 CPI 低于预期当天，标普 500 就上涨了 5.5%，收益率下行了 30 个基点；剔除这一天，选后一周标普 500 反而下跌 1.2%，收益率只下行了 4 个基点。

选举的影响在三个时间窗口中可能相反：两院分治的利好集中在选后初期，民主党掌控国会时的财政风险则在 2027 年下半年显现。第一是事件窗口，从 11 月 3 日投票到结果明朗；如果参议院取决于阿拉斯加州或缅因州的排序复选，可能延至 11 月下旬。这一阶段的主线是不确定性消除，两院分治相对民主党两院对金融、油气和国防更有利，指数层面的反应有限。第二是过渡窗口，从 11 月中旬到明年 1 月中旬：11 月 18 日至 19 日的 APEC 深圳领导人会议、12 月 9 日的美联储议息会议和经济预测、12 月 10 日公布的 11 月 CPI、12 月 11 日临时拨款到期、1 月 3 日新国会就职和 1 月 10 日中美关税延迟安排到期密集出现；民主党两院和两院分治下 12 月停摆的风险相对较高，共和党两院下相对较低，但这一阶段的主导变量是美联储和油价。第三是政策窗口，即 2027 年至 2028 年：在民主党两院和两院分治下，债务上限预计在 2027 年 5 月前后触及，并与 2028 财年拨款在 2027 年四季度至 2028 年一季度叠加，两院分治在事件窗口带来的“不确定性消除”到这一阶段将转为谈判风险；共和党两院下预算和解可用，但规模很小，财政风险反而最低。

3.3 大类资产：选举的直接影响集中在长期美债和政策敏感行业

大类资产中，选举只对长期美债和美股中的政策敏感行业产生直接影响，其余资产仍由宏观主线主导。截至 10 月 27 日，美元指数为 102.38，年内上涨 4.2%；10 年期美债收益率为 4.99%，年内上行 81 个基点；标普 500 年内上涨 12.8%；布伦特原油为每桶 113.88 美元，年内上涨 87%；伦敦金为每盎司 4060 美元，年内下跌 6.0%；伦敦金属交易所三个月期铜为每吨 14462 美元，年内上涨 15.7%；沪深 300 和恒生指数 10 月 28 日分别较年初下跌 11.8%和 9.9%。这些变化主要源于油价冲击、美联储加息和人工智能产业的盈利，选举的分量很小。从大类资产配置的角度看，选举本身不构成大幅调整配置的理由，需要重点防范的是两类风险：共和党两院这一尾部情景对长期美债的冲击，以及过渡窗口中加息与油价带来的回撤。下面按“情景—方向—前提条件—时间窗口”逐类给出判断。

图表 23：大类资产×情景×时间窗口：方向与主导条件

	事件窗口：相对选前定价的方向				
	民主党两院（63%）	两院分治（29%）	共和党两院（6%）	过渡窗口 11月中—1月中	政策窗口 2027—2028年
美元指数	基本不变 已在价内	方向不定	小幅偏强 关税空间与利差	12月议息会议：加息兑现则偏强	民主党掌控国会时中性；共和党两院短期偏强
2年期美债收益率	由美联储决定	由美联储决定	由美联储决定	12月议息会议（加息定价约84%）	民主党掌控国会时，债务上限推高短券利率
10年期美债收益率	小幅下行 财政风险排除	基本不变 两项因素相抵	上行 幅度有限	11/4再融资声明、12/11拨款到期	民主党掌控国会时，财政风险集中在2027年末
美股指数	反应有限 已在价内	小幅偏强 不确定性消除	方向不定 减税与利率相抵	加息与油价下 回撤风险偏高	盈利与AI资本开支主导
A股与港股	无党派方向	无党派方向	加码风险略高	APEC会议、1/10休战到期	安全轨收紧 三种情景一致
原油	由霍尔木兹实际油流决定	同民主党两院	同民主党两院	美伊谈判与通航	民主党两院下战争长期化概率较低，上行风险较小
黄金	基本不变	基本不变	小幅偏强 财政可信度忧虑	12月加息兑现则承压	民主党两院下美联储理事替换受阻
铜与农产品	铜看全球需求	同民主党两院	关税加码风险	APEC采购兑现（大豆、煤炭）	电网与AI投资支撑铜需求

上行　基本不变或不定　下行

注：方向指价格或收益率本身；反向分治（约2%）的资产含义接近民主党两院

资料来源：Yahoo Finance（12 月加息定价），五矿证券研究所

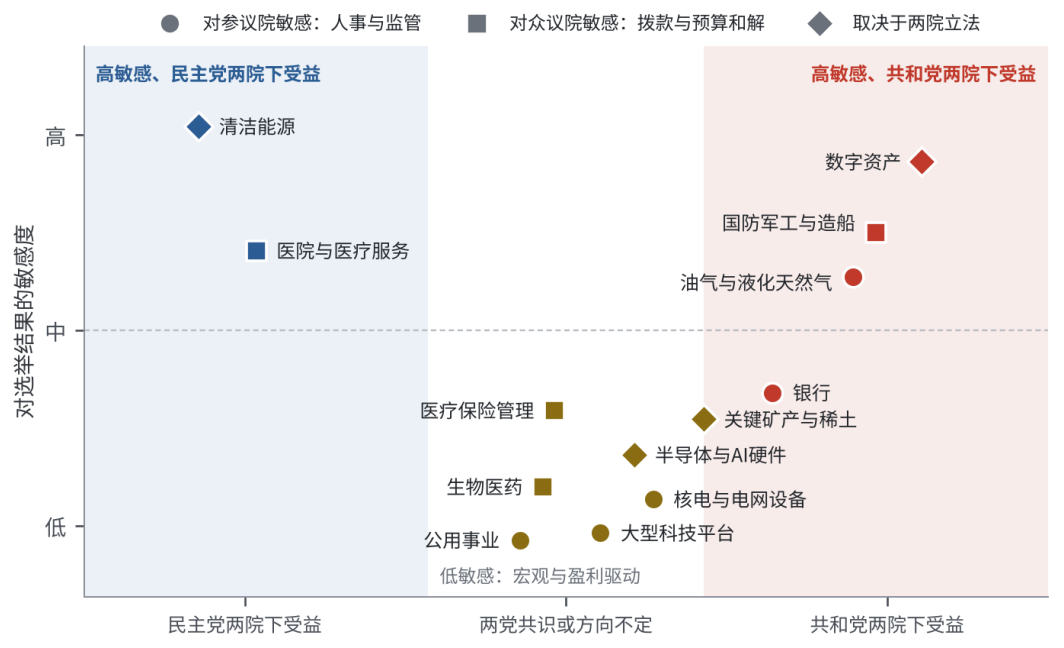
注：事件窗口为选举日至结果明朗，方向相对选前定价；过渡窗口为 11 月中旬至 1 月中旬；政策窗口为 2027—2028 年；12 月加息定价来自 10 月 28 日议息会议后的联邦基金期货。

美债：2 年期看美联储，10 年期看共和党两院的尾部，民主党掌控国会时的风险在债务上限。如前所述，今年 10 年期收益率的上行主要来自加息预期。民主党两院和两院分治都排除了预算和解，民主党两院还会在 2027 年后限制特朗普替换美联储理事，因此我们预测民主党两院兑现时 10 年期收益率小幅下行；两院分治下，财政扩张的可能被排除与人事确认照常这两个因素相互抵消，预计收益率基本不变。共和党两院是大意外，但对美债只是小冲击：两院预算决议对应的新增赤字每年约占 GDP 的 0.1%，按照“预期赤字率每上升 1 个百分点、长期利率约上升 25 个基点”的经验估计，只相当于 10 年期收益率上行几个基点。2 年期收益率由 12 月议息会议决定。在民主党两院和两院分治下，真正的风险在 2027 年下半年的债务上限，届时承压的主要是临近 X 日到期的短期国债，而不是长期国债。

美元：情景之间的差异小于利差和避险需求的影响。民主党两院和两院分治都不改变财政路径，美元在选后初期基本不变；共和党两院下，白宫加征关税的空间更大，美国相对其他经济体的利差也略有支撑，美元短期偏强，但如果同时推高投资者对美国资产要求的风险溢价，长期方向并不确定。在过渡窗口中，12 月美联储是否加息对美元的影响大于两院归属。

美股：指数看盈利和利率，选举改变的只是行业之间的相对表现。我们预测民主党两院兑现时标普 500 反应有限，因为这一结果已被定价；两院分治在选后初期小幅偏强，因为不确定性消除且人事确认照常；共和党两院方向不定，减税与去监管的预期会被利率上行部分抵消。美股行业层面，民主党两院相对利好清洁能源、医院与医疗服务，相对利空国防军工、油气和数字资产，银行受到小幅压制；两院分治相对利好金融、油气和国防；共和党两院利好国防、油气、数字资产和银行，利空清洁能源和医院。其中真正构成实质影响的是医疗（《平价医疗法案》补贴能否延期）、数字资产（市场结构立法能否通过）和国防（共和党两院下能否追加开支）；半导体、核电与电网、关键矿产属于两党共识，选举不构成实质影响。

图表 24：美股行业象限：受益情景×对选举结果的敏感度



资料来源：Kalshi，Yahoo Finance，五矿证券研究所

注：清洁能源、油气、国防军工、银行、公用事业、生物医药的敏感度参考图表 20 的回归结果，其余行业依据政策工具对国会的依赖程度判断。

A 股与港股：选举本身影响较弱，APEC 会议与 1 月 10 日休战到期更关键。如前文所述，对华政策的“双轨”格局在三种情景下都会延续，民主党两院不等于对华缓和，共和党两院也不等于全面加征关税。APEC 深圳领导人会议若推动“30 对 30”降税框架落地、农产品与煤炭采购兑现，出口链和离岸成长股将受益；1 月 10 日休战安排若顺利延期，风险溢价将收窄，若谈判破裂，出口链将承压，人民币汇率波动也会加大。国防授权法对人形机器人、光伏组件、光纤、碳化硅等产品的采购禁令，在三种情景下方向一致，影响限于美国国防采购市场。

原油、黄金、铜与农产品：选举都是次要变量。原油价格由霍尔木兹海峡的实际油流决定，选后两个月内我们不对原油给出与党派相关的方向判断；到 2027 年的政策窗口，民主党两院下战争长期化的概率较低，油价持续高企的风险相对较小，共和党两院下则相反。黄金主要由实际利率和美元决定，12 月若加息兑现，仍会承压；共和党两院下，市场对财政可信度和美联储独立性的担忧会构成一定支撑。铜价受电网与数据中心投资、232 关税和矿山供给驱动，选举的影响较弱。农产品的关键是中美采购承诺能否兑现，2026 至 2028 年每年 2500 万吨大豆承诺的执行情况和美国农业部的周度出口销售数据，比两院归属更重要。

结论：选举是重要的政治事件，却是次要的资产变量

全文的结论可以用一条链条串联：情景决定政策变量，政策变量通过宏观传导到资产。民主党两院（63%）和两院分治（29%）合计概率 92%，两者的共同点是党派性立法冻结、没有新增财政刺激，2027 年财政对经济的拉动减弱，拨款和债务上限的博弈加剧，差别在于参议院的人事与监管，民主党两院还会降低伊朗战争长期化的概率；共和党两院（6%）是唯一能再推动减税和国防扩张的情景，但受预算决议约束，财政扩张的规模很小，只能部分对冲财政拉动的减弱。对资产而言，民主党两院已基本被市场定价，两院分治和共和党两院是主要的预期差来源；无论哪种情景，选后两个月左右的资产价格都更多取决于美联储和油价。对中国资产而言，APEC 深圳领导人会议和 1 月 10 日中美关税延迟安排到期，比选举本身更值得关注。

图表 25：结论总表：情景、政策变量与资产方向

维度	民主党两院（63%）	两院分治（29%）	共和党两院（6%）
立法与财政	党派性立法冻结，无新增刺激，2027 年财政拉动减弱；拨款与债务上限博弈最激烈	同民主党两院，博弈相对缓和	可再走预算和解，新增赤字每年约 0.1%的 GDP，只能部分对冲
人事与监管	2027 年起新提名受阻；监管方向放缓而非逆转	人事确认照常	人事确认照常，去监管加速
12 月停摆风险	相对较高	相对较高	相对较低
产业：相对受益	医院与医疗服务；清洁能源（不再被削减）	金融、油气、国防（相对民主党两院）	国防、油气、银行、数字资产
产业：相对受损	国防军工、油气、数字资产；银行小幅受损	清洁能源（相对民主党两院）	清洁能源、医院与医疗服务
关税与对华	白宫主导，双轨延续，国会监督增强	同民主党两院	白宫行政空间更大
伊朗战争	长期化概率最低：新增拨款受限，参议院可施压	长期化概率较低：众议院可卡住新增拨款	长期化概率最高
市场意外程度	基本在价内	中等意外	大意外
10 年期美债收益率	小幅下行	基本不变	上行，幅度有限
美元	基本不变	方向不定	短期偏强
美股指数	反应有限	小幅偏强	方向不定
原油、黄金、A 股与港股、铜与农产品	由霍尔木兹油流、实际利率、中美节点和全球需求决定	同民主党两院	同民主党两院；关税加码风险略高

资料来源：五矿证券研究所

风险提示

1. 民调出现系统性误差。
2. 选举结果延迟确认或出现重新计票与诉讼。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%～20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%～5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%～10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。
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、价值及投资收入或将产生波动；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。
本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，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。
五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼
邮编：200120

深圳

地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层
邮编：518035

北京

地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F
邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations

The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.

	Ratings	Definitions
Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 ChaoyangmenNorth Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010