浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

民主党在美国中期选举中大获全胜，将如何影响美国经济和金融市场？

金晓雯，PhD，CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2026 年 11 月 4 日

民主党夺回两院，华盛顿将转入分治格局。按 BBC 截至北京时间 11 月 4 日 19 时的阶段性统计，美国民主党阵营在参议院获 54 席，众议院获 228 席，均已锁定多数，最终席次仍待计票。在中期选举中大获全胜亦有助于提高民主党在 2028 年维持参议院多数的概率。新国会于 2027 年 1 月 3 日就任后，民主党将主导议程、拨款和监督。美国总统特朗普仍保留否决权，并在关税、移民和外交领域拥有行政裁量权。整体政策环境趋于制衡。

新增财政扩张空间收窄，但既有支出与融资压力延续。相较共和党继续掌控两院的情形，当前中期选举结果让特朗普推动新一轮大规模减税或财政刺激的难度显著上升，已生效的税收和支出安排仍将执行。两党可能围绕医保补贴、国防及边境支出达成局部妥协，净财政影响取决于新增支出及其筹资安排。此外，最新融资数据尚不足以支持国债供给明显减轻。我们的基准判断是增量财政扩张受约束、存量压力延续。分治格局也可能增加拨款谈判的摩擦，但年底首个拨款节点仍由现届国会处理。

贸易、移民、外交和 AI 投资政策总体延续，部分执行环节可能趋严。贸易方面，白宫仍可依据第 232 条和第 301 条等既有授权调整关税，我们不排除特朗普在共和党失去国会控制权的情况下加大关税政策影响力的可能性。移民与外交方面，国会可加强监督，并在新增拨款、对外援助和人事任命上施加约束。既有移民执法资金仍可使用，外交及军事行动也仍由白宫主导。AI 投资方面，算力需求和已落实的项目继续支撑投资，但州和地方对用电、用水及选址的审查可能趋严，2027 年尚未锁定供电、许可和税收优惠的数据中心项目更容易延期。

美国经济仍具韧性，美联储近期仍将以通胀和就业数据为依据。新增财政刺激受限，或减弱需求和通胀的上行压力，但现有支出和私人投资仍对经济形成支撑。我们认为增长风险较额外刺激情景偏高，但并不一定会导致衰退。民主党国会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。出于对财政扩张担忧缓解，在中期选举结果公布后，市场对今明两年美联储的加息定价略微下调。我们保留今年 12 月加息 25 个基点的条件性基准判断。

美元短期偏弱震荡，10 年期美债收益率略微回落后或维持高位波动。11 月 4 日，随着中期选举结果明朗，美元指数有所走低，10 年期美债收益率也小幅下行。市场对新增财政刺激和 AI 投资前景的重新评估，可能解释了部分走势。但年底前，美国利差仍对美元形成支撑，美债收益率则更取决于通胀、就业和国债发行结构。

投资风险：下行风险包括拨款谈判僵持或债务上限争议推高期限溢价，美伊冲突升级带动油价和通胀反弹，以及 AI 融资收紧或项目延期拖累投资与就业。**上行风险包括**两党较快达成拨款协议，中东局势缓和推动油价回落，以及 AI 盈利和生产率提升超预期。

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

一、两院易手如何改变政策落地条件 3

财政预算和新增拨款 3

国会监督权 4

人事变动确认 4

二、财政扩张空间收窄但高融资需求延续 5

最新融资数据尚不足以支持国债供给明显减少的结论 5

预算僵局会增加扰动，但不必然形成持续紧缩 6

三、贸易、外交、移民与产业等政策保留行政延续性 7

贸易和关税政策 7

移民限制的边际力度可能变化但供给修复需要时间 9

外交与军事风险可能盖过财政政策的边际变化 10

AI 投资周期方向不变，但部分数据中心开工节奏有减慢风险 10

四、中期选举结果对宏观经济和货币政策的影响 11

五、中期选举结果对汇债两市的影响 13

附录 14

民主党在美国中期选举中大获全胜，将如何影响美国经济和金融市场？

民主党在美国中期选举中取得压倒性胜利。根据 BBC 统计，截至北京时间下午 19 点，民主党在参议院已经获得 54 个席位，在众议院赢得 228 席，均已锁定胜利，最终席次仍待计票。鉴于参议员任期为六年，本届中期选举形成的席位优势可能延续至 2028 年美国总统大选，并影响届时参议院的控制权格局。在 2028 年，民主党面临重选的席位大多位于安全选区，本届民主党在中期选举赢得 53 席以上席位，将显著提升其在 2028 年维持参议院多数的概率，进而提高民主党实现全面横扫的可能性。不仅如此，本次中期选举民主党亦在德克萨斯州、佐治亚州、俄亥俄州和艾奥瓦州等传统共和党重镇实现州长选举突破。新国会于 2027 年 1 月 3 日就任后，民主党将主导议程、拨款和监督，总统特朗普仍保留否决权，并在关税、移民和外交领域拥有行政裁量权。

此前，我们已经发布报告分析不同中期选举下对美国接下来政策、经济和汇债两市的影响。经过这几个月的时局变化以及选举结果，我们在此更新影响分析。

一、两院易手如何改变政策落地条件

民主党将获得立法议程、拨款权与监督的主导权，白宫仍保留阻止立法生效的能力。民主党控制两院意味着民主党将拥有更为完整的拨款和监督权，整体政策环境趋于制衡。民主党可以统一提出法案、组织委员会听证并协调年度拨款条件；但两院通过同一文本后，通常仍需总统签署。而推翻总统否决需参众两院各自出席且投票议员的三分之二，在当前情况下或难以达成。这也就意味着民主党控制两院并不意味着其财政主张能够完整落地。此外，参议院程序进一步限制了多数党独立推进议程的能力。普通法案在参议院终结辩论通常需要 60 票，不能将取得简单多数等同于所有议程均可通过。这也就意味着民主党控制两院并不意味着其财政主张能够完整落地。因此，我们预计大规模、单一党派主导的减税或增税都更难落地。实际可行的立法将围绕双方都能向选民解释的交易展开，重点是条款组合、财政成本和执行时间。

财政预算和新增拨款

财政分歧更集中于分配和支出优先级，两党差异不能简单概括为一方扩张、一方紧缩。共和党更强调降低税负、企业投资激励及国防和边境执法；民主党更倾向增加医疗保障、食品援助和中低收入家庭支持，并以对高收入群体和企业增加税收作为可能的筹资来源。民主党在 2026 年预算审议中已提出撤回部分医疗补助计划（Medicaid）和食品援助计划（SNAP）削减、恢复增强版资助平价医疗法（ACA）税收抵免等主张。民主党与共和党在财税政策上的显著差别在接下来或导致僵局，以及在关税和拨款等问题上的拉锯（图表 1）。

我们预计政策变化首先表现为实施速度和条款结构的调整。医保、药价、住房和能源许可等领域可能保留跨党合作空间；但能否达成协议取决于具体文本和席位结构。民主党多数越窄、内部立场越分散，其统一提出并维持谈判条件的能力越弱，市场需要观察最终票数与关键委员会安排。

国会监督权

民主党拥有完整的国会监督权或是特朗普政府受政治冲击最大的部分，政治噪音或将明显加大。国会监督权在众议院，众议院易主意味着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性行政行为（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。而在共和党同时失去参众两院的情况下，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

联邦法官、内阁及高级官员任命由参议院确认，此后高级官员任命或受阻。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席位长期空缺。只有在 2027 年后席位出现空缺，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。

图表 1：民主党与共和党的财政政见对比

财政议题	民主党主要主张	共和党及特朗普政府主要主张	民主党国会下的可能结果
个人和企业税收	倾向对高收入人群、大企业提高税负或减少税收优惠，同时支持中低收入家庭税收抵免	倾向维持现有减税，支持企业投资抵扣及面向工薪阶层的定向减税	共和党新增大规模减税较难推进；民主党提出的大规模加税也很难获得总统签署，但局部抵扣和筹资条款可谈
医疗保障	优先恢复加强型 ACA 保费税收抵免，并争取撤销或推迟 Medicaid 限制	更强调资格审查、工作要求、控制联邦支出及替代性保险选择	医疗负担是民主党首要谈判议题；较可能争取局部或临时调整，可能成为拨款或其他法案的交换条件，全面撤销相关条款难度较大
食品和其他社会保障	倾向保护低收入家庭的食品补助，并反对部分削减措施	倾向收紧部分资格条件、加强工作要求，并将部分成本转给州政府	民主党会争取减轻或延后削减，但需要新的跨党派立法
国防与移民执法	不同意无条件扩大部分移民执法拨款，更重视监督；国防问题上党内存在分歧	倾向增加国防、边境和移民执法资源	新增拨款规模和使用条件将成为谈判重点；部分已获多年期资金的项目不能仅靠年度拨款撤销
产业与能源	争取清洁能源、基础设施及就业支持	支持扩大油气开发、简化能源项目审批，并缩减部分清洁能源税收优惠。	输电扩容和许可改革有跨党合作空间，新增清洁能源补贴和税惠仍需与白宫协商

资料来源：浦银国际

二、财政扩张空间收窄但高融资需求延续

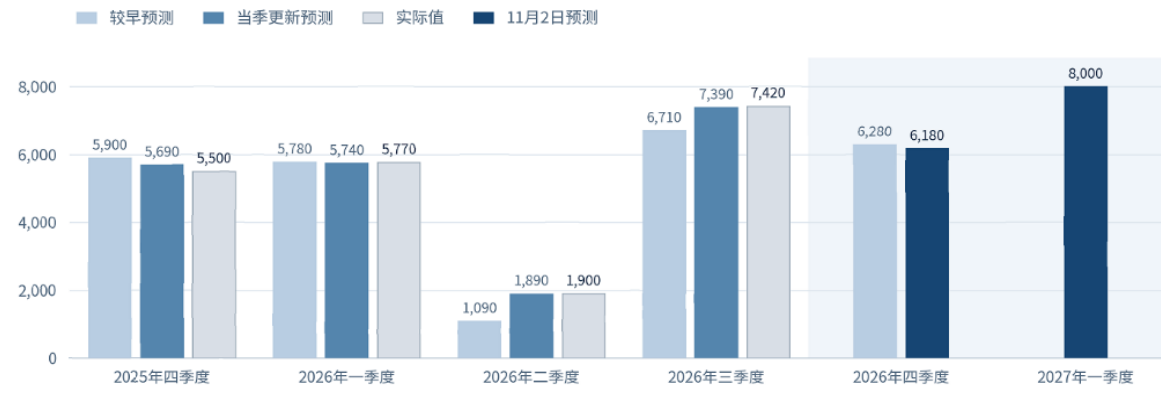
既有法律将继续决定 2027 至 2028 年的财政起点。改变 2025 年税改确定的主要税率和法定扣除安排，通常需要新的立法，或较难实现。“大而美”法案中小费免税、加班费免税、老年人额外扣除、车贷利息抵扣等条款将于 2028 年到期。在此之前，这些条款并不会因为国会易主而发生变化，但将其永久化的潜在减税立法或较难继续推进。这就意味着，2028 年到期条款的续期谈判，将使税收政策重新进入总统选举议程。

民主党控制国会较为确定的影响是财政扩张空间收窄，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，但也不能完全排除增加总支出的可能性。两党妥协的财政结果可能是重新分配：若提高医保补贴的同时削减其他支出，净需求效应取决于受益人群和支付时点；若共和党和民主党分别保留医疗福利与国防、边境项目，且未形成足额筹资，赤字反而可能扩大。

最新融资数据尚不足以支持国债供给明显减少的结论

美国财政部 11 月 2 日公布的融资估算说明现金管理与赤字判断需要区分。2026 年四季度私人持有可流通国债净融资预计为 6,180 亿美元，较 8 月的估计下调 100 亿美元，主要源于期初现金高于原先假设（图表 2）；剔除这一因素，融资估计反而较 8 月增加 240 亿美元。2027 年一季度预计净融资 8,000 亿美元，同时假设 2027 年 3 月底现金余额为 1 万亿美元。我们认为这次下调不能直接解释为财政整顿或长期国债供给减少。区别于包含滚动续发的发行总额，季度净融资受收支节奏、现金余额假设等因素影响；长端压力还取决于短期国库券与附息债券之间的发行分配。美东时间 11 月 4 日上午 8 点半的季度再融资公告将补充具体安排。对 10 年期收益率而言，期限结构和市场承接能力比净融资总额的单一变化更有解释力。

图表 2：美国财政部公布的美国国债季度净融资预测与实际值（亿美元）



资料来源：美国财政部、浦银国际

注：图中数据均为私人持有的可流通国债净融资

预算僵局会增加扰动，但不必然形成持续紧缩

在民主党拥有更为完整的拨款权的情况下，政府“停摆”等财政不确定性事件波动会更频繁。但特朗普仍可以使用总统否决权作为最后的防线，尽管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。当前中期选举实际结果是我们之前讨论中期选举结果的三种情形中政府“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。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。不过，债务上限风险应与政府停摆分开定价。“停摆”源自拨款缺口，债务上限限制举债能力；债务触及上限之后，财政部可能使用特别措施，真正无法履行全部支付义务的日期还取决于现金和税收。

但今年 12 月 11 日拨款期限属于现届国会的工作。现行临时拨款覆盖至 2026 年 12 月 11 日，新一届国会在 2027 年 1 月开始任期；中期选举结果虽会影响年底谈判筹码，却不会立即转移现届国会的法律权限。若谈判拖延，“停摆”可能延误政府采购、联邦服务和数据发布，压低当季活动；部分支付和产出随后可补回，但经营损失和不确定性未必完全恢复。

总结来说，我们对美国财政的基准判断是增量扩张受约束、存量压力延续。2027 年更需观察实际支出执行与跨党协议，2028 年则需关注临时税收条款续期。

三、贸易、外交、移民与产业等政策保留行政延续性

贸易和关税政策

国会控制权在关税政策上的作用较为有限，关税不会随着国会控制权易手自动回到特朗普上任前水平。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，即便民主党国会通过，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（尤其是制造业相关州的州议员）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）的形式锁定与某一国的谈判成果，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，这也是特朗普一贯的做法。（图表 3）。

图表 3：民主党全取两院后的关税政策影响

影响维度	民主党全取两院后的潜在影响
已生效关税（232/301）	完全不受影响
新关税行动	可能受拨款附加条件轻微干扰
关税授权立法撤销	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	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	民主党调查可制造政治成本

资料来源：浦银国际

更有甚者，我们不排除特朗普在共和党失去国会控制权的情况下加大关税政策影响力的可能性，尽管关税工具在最高法院驳回“对等关税”和芬太尼关税后已经换轨。关税的打法或变窄变狠。在临时性 122 条款征收 10%全球附加税到期后，特朗普政府已经替换工具到以“强迫劳动”为由对 60 个经济体征收 10%–12.5%的 301 关税，正好接上 122 条到期；今年 7 月 20 日首次动用 1930 年关税法第 338 条，对加拿大部分商品加征 50%关税，且不与 USMCA 豁免叠加。232 条已覆盖至少十类商品[1]。鉴于此，彭博社计算的美国加权平均关税税率在今年关税政策频繁变动的背景下变化并不大（图表 5）。然而，值得注意的是，**232 条的边际收益正在递减。**10 月 22 日风

[1] 钢铝铜 50%、汽车与卡车 25%、专利药 100%、半导体 25%、木材与家具（2027 年起升至 30%–50%）、无人机（最高 100%）

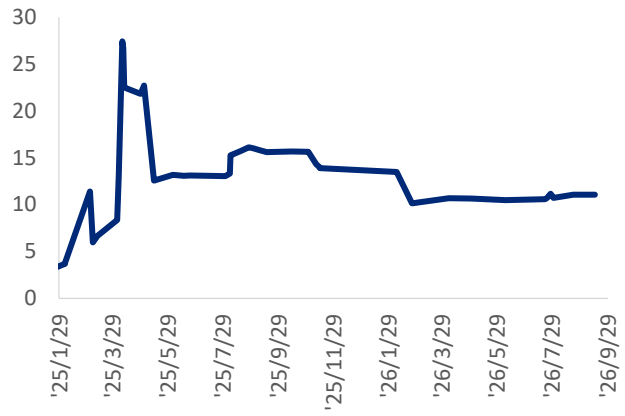
电、10 月 28 日机器人与工业机械两份 232 公告，都没有加征关税，而是改为指示 USTR 与商务部在 180 天内与出口国谈判；此前的关键矿物、商用飞机也走了同一条路。背后原因在于对投入品征税会推高下游制造成本，反而削弱特朗普政府要保护的产业。基准情景下增量或偏向执行和衍生品范围，仍保留新调查及新产品措施的可能。不过，**301 条的管道远未用尽。**除已生效的 60 个经济体“强迫劳动”关税与巴西案之外，仅“结构性产能过剩”一项就仍有 16 个经济体在受调查，另有中国第一阶段履约、德国药价、越南知识产权等案仍未结束。301 条款的价值在于可以随时加挂新的“不公平做法”，而不需要重新立法（图表 4）。

图表 4：关税工具箱和后续约束

影响维度	法律依据与剩余空间	主要约束	落地时点
第 232 条 行业关税（主要）	1962 年贸易扩展法；商务部调查、总统公告，无税率上限、无到期日。已生效至少十类；风电、机器人公告转为 180 天谈判，未加税	"国家安全"须与产业能力挂钩；衍生品扩围最容易被诉；调查的法定最长期限为 270 天	2027 年上半年以执行细则与谈判结果为主；医疗用品、无烟煤待决
第 301 条 不公平贸易（主要）	1974 年贸易法；USTR 调查，无法定税率上限。已生效 2 项、在查至少 4 项；仅“产能过剩”一项覆盖 16 个经济体	多数非贸易协定案件适用 12 个月裁定期限。特定措施的 WTO 相容性须逐案评估	11 月 10 日是最快窗口
第 338 条 歧视性贸易（最快）	1930 年关税法；总统公告即可，无需调查，上限 50%，无期限。2026 年 7 月首次对加拿大启用	须认定"相对第三国的歧视"；八十余年未用，判例空白，法律风险最高	3–6 个月；可复制到欧盟、墨西哥
第 122 条临时进口附加税（本轮已到期）	1974 年贸易法；上限 15%、150 天，延期须国会立法	民主党国会不可能延期；国际收支失衡的理由本身牵强	本轮 150 天措施到期。延长同一措施需要国会立法
第 201 条 / 反倾销反补贴	1974 年贸易法第 201 条上限低、程序重；AD/CVD 可对特定产品无限加征	需产业损害认定，周期长；更适合“常态化”而非“爆发式”使用	持续使用，不构成新闻事件
非关税工具（真正的增量）	出口管制与实体清单、对外投资限制（COINS 法案）、强迫劳动进口禁令、海关原产地执法	需盟友配合；企业游说；法院对程序瑕疵审查较严	按各自授权与程序推进，IEEPA 关税判决的影响需区分法源，各工具仍可能面临各自的司法审查

资料来源：条款整理、浦银国际

图表 5：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 6：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 7 月的 61.4%，近期回升到 61.8%



资料来源：CEIC、浦银国际

移民限制的边际力度可能变化但供给修复需要时间

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，特朗普二次上任首周即签署《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美国移民和海关执法局（ICE）和边境巡逻队资金能够覆盖至任期结束。在特朗普强硬的驱逐移民执法下，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 7 月的 61.4%，近期回升到 61.8%（图表 6）。我们认为今年以来美国失业率的稳中有跌更多是由于驱逐移民致的劳动力供给下降，而不是需求上升。根据美国经济政策研究所（EPI）和美国国家政策基金会（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。

民主党能够增加执法监督和未来追加资金的谈判约束。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 和美国海关及边境保护局（CBP）的核心资金。虽然已依法拨付且仍可使用的资金不会因多数党变化即刻归零，行政部门仍掌握相当程度的执行裁量，但是通过听证、信息披露及拨款附加条件，国会可以影响行政执行成本。因此，对劳动力供给而言，进一步收紧的速度可能受到限制，但 2027 年的劳动力供给并不能迅速恢复到此前趋势。

外交与军事风险可能盖过财政政策的边际变化

总统在外交和军事执行中仍有重要权限，国会则通过立法与资金形成约束。美国宪法 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，但扣押全部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。

民主党控制两院意味着新增常规拨款通常需要国会与白宫协调，部分法案还需跨党支持，这可能改变对外援助条件和国防项目安排的推进速度，重要外交人事任命的政治压力亦可能显著上升，从而形成真正意义上的系统性制衡。但国防授权与实际拨款是不同环节，不能将拒绝某项新增授权理解为既有军事行动立即终止。我们不认为地缘冲突将因两院控制权易手而迅速降温。

AI 投资周期方向不变，但部分数据中心开工节奏有减慢风险

AI 投资周期不会仅因国会更替而结束，政策变化将更多影响数据中心的开工和投运节奏。 企业投资取决于算力需求、盈利预期、融资成本以及电力与建设条件。白宫仍可依据现有行政命令协调联邦审批，并推动在符合条件的联邦土地上建设数据中心。民主党则可通过国会听证、拨款谈判和立法，加强对居民电费、项目用水和联邦土地使用的审查。两党议员已共同提出加快输电项目审批、同时要求数据中心承担相关输电成本的方案。我们认为，加快电力建设和保护居民免于分摊新增供电成本，更有可能成为两党达成妥协的方向。可以说，在联邦层面，两会控制权易手对 AI 投资的即时影响较小。

但中期选举结果或将放慢部分美国 AI 数据中心的开工节奏，主要影响 2027 年尚未锁定电力、许可和税收优惠的新项目。本轮美国州长选举与国会选举同日进行，有包括宾夕法尼亚、密歇根、威斯康星和佐治亚在内的 36 个州需要改选州长。民主党州长在数据中心建设许可与分区规划层面通常持更审慎立场，这将在边际上增加数据中心项目推进的行政障碍。截至目前，得州、佐治亚州和俄亥俄州的州长当选人都提出过暂停或限制部分新增建设，但力度和适用范围各有不同。已经开工、落实供电并签下长期租约的项目相对更稳。

四、中期选举结果对宏观经济和货币政策的影响

财政政策对美国经济增长的影响将通过支出结构而非单一赤字数字体现。虽然在民主党控制国会的情况下，新增减税刺激的可能基本被排除，财政扩张力度在此前三种中期选举潜在结果情况下最弱，但是支出结构同样重要。若额外减税受阻，短期需求上行空间下降；若补贴更多流向收入约束较强的家庭，消费可能得到局部支持；若预算争议拖延项目支付，投资和政府活动则可能暂时走弱。企业是否推迟投资，还取决于最终税收条款、政策可预期性和融资条件。我们据此判断增长风险较额外刺激情景偏高，但并不一定会导致经济衰退。

政府“停摆”、债务上限和拨款条件谈判的风险的提升对增长和通胀的影响或是双刃剑。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，通胀率因为劳动供给减少而抬升的概率将降低。

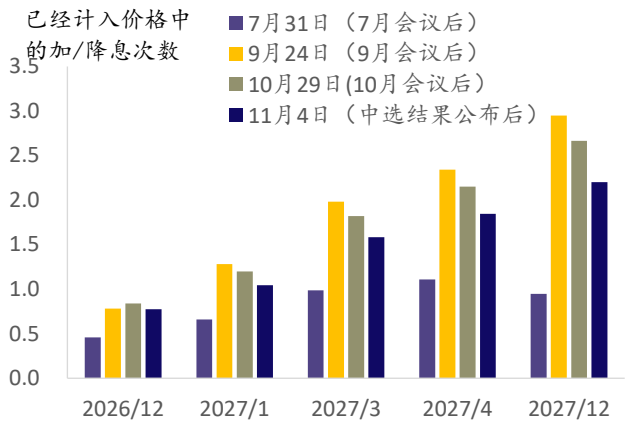
通胀的改善也需要需求与供给同时配合。新增财政刺激较少有利于缓和超额需求，移民限制不再进一步加码可能降低部分供给恶化风险；但既有关税、能源价格及劳动成本仍会影响物价。医疗补贴在降低居民自付负担的同时可能增加服务需求，因而财政总支出变化不能直接映射为同方向的核心 PCE 变化。

民主党国会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。出于对财政扩张担忧缓解，在中期选举结果公布后，市场对今明两年美联储的加息定价略微下调（图表 7）。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，这或成为两党谈判的一个筹码。

我们认为国会控制权易手对美联储短期政策的影响或有限，并保留今年 12 月加息 25 个基点的条件性基准判断。10 月美联储会议表明通胀仍高、且为追加紧缩保留依据，但沃什对政策已开始见效的评价增加了观望空间。若核心通胀及能源价格传导仍强、就业保持韧性，12 月利率或升至 4.00%—4.25%；若通胀与预期同步改善、信用进一步收紧，我们不完全排除 12 月美联储继续按兵不动的可能性。我们仍将追加加息视为防范通胀持续化的补充紧缩，但当前数据尚不足以推断美联储将连续加息。关于明年的政策路径，除了经济数据之外，还需要重点关注今年 12 月议息会议的季度经济预测更新对政策利率预测的调整（图表 8），以及潜在的 5 个工作小组的报告，后者可能也会影响美联储对利率路径的判断。

明后年货币政策的潜在转向还需要持续去通胀与增长放缓来支持。民主党控制两院减少了一项潜在的额外需求刺激，这有助于降低进一步加息的尾部风险，但不能单独决定首次降息时点。若能源冲击或 AI 相关需求使通胀持续偏高，政策利率维持高位的时间可能延长；若出现衰退，降息可能更早更快，但那将是不同于软着陆基准的经济路径。

图表 7：中期选举结果公布后，市场预期的 2026-2027 年加息预期略微下行



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：9 月 FOMC 更新经济指标预测：预计今年还有一次 25 个基点降息，明年利率维持不变

单位 (%)		2026	2027	2028	长期
实际 GDP 同比增速	9 月	2.3	2.4	2.2	2.0
	6 月	2.2	2.3	2.2	2.0
失业率	9 月	4.1	4.1	4.1	4.2
	6 月	4.3	4.3	4.2	4.2
PCE 同比增速	9 月	3.7	2.3	2.1	2.0
	6 月	3.6	2.3	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	9 月	3.4	2.5	2.2	
	6 月	3.3	2.5	2.1	
联邦基金利率	9 月	**4.1**	**4.1**	**3.9**	**3.2**
	6 月	**3.8**	**3.6**	**3.4**	**3.1**

资料来源：美联储、浦银国际

五、中期选举结果对汇债两市的影响

中期选举本身不适合作为独立的美元或美债择时信号。在今年 8 月，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。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（参见：宏观主题研究：中期选举结果将如何影响美国经济和金融市场？）。

美元方面，我们预计中期选举后短期偏弱震荡。民主党赢得参众两院后，市场下调了对特朗普政府追加减税和财政刺激的预期，也担心 AI 行业面临更严格的审查、科技资本开支放缓。11 月 4 日亚洲交易时段，美元指数一度下跌约 0.6%至 101.27。不过，9 月美国核心 PCE 同比通胀率仍为 3.1%，我们保留 12 月加息 25 个基点的条件性判断，美国利差短期仍能为美元提供支撑。但如果再通胀预期进一步升温，加息预期升温，美元指数也可能进一步走高。

美债方面，正如我们此前所预期的，10 年期国债收益率在市场确认民主党全取两院后小幅下降。背后逻辑是：民主党拿下国会有助于降低对新增财政扩张的预期，利好美债，但又因为该结果已经成为市场基本假设，因此收益率下行幅度不大。选举对美债的初步影响来自政策预期差和选举结果的共同影响。中长期来看，民主党国会有助于约束美债收益率的上行空间，但财政僵局亦或放大波动。进一步将 10 年期债收益率拆分为预期短端利率与期限溢价来看，新增刺激受限可抑制前者，财政僵局、国债期限供给及拍卖承接偏弱可推高后者。中期方向仍取决于两者的净效应。

美债下行能否延续，取决于之后的通胀、就业和季度再融资安排等。尤其是稍后（美东时间 11 月 4 日）美国财政部将会公布季度再融资安排，发债规模、期限结构和市场承接能力亦会对接下来的美债走势产生影响。在实际操作中，在今年美国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。美伊局势和油价变化，AI 资本扩张前景，通胀、就业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。在当前局势下，我们认为年底前美债高位震荡的可能性更大。

附录

图表 9：未来风险事件时间表

时间	事件	重要性分析
2026-11-10	中美关税休战到期	现行 10% 对等关税与 10% 芬太尼关税的暂停期结束；最快、最直接的加码窗口，或是 301 加税或启动新调查
2026-12-04	多晶硅最低进口价生效	232 条下首个"价格型"而非"税率型"措施（多晶硅最低进口价 21 美元/公斤起），是新型工具的试验田
2026-12-11	联邦拨款到期	大概率推迟到 2027 年 2–3 月，意味着“跛脚鸭”不会有大的贸易立法
2027-01-01 / 02-09	木材加税 / 无人机零部件关税	232 条既有时间表，与新国会无关，自动生效
2027-01-03	新国会就职	调查、传票、人事否决启动；但共同决议仍无法律效力
2027 年春–夏	债务上限约束	“软上限”约在春夏季触及，非常规措施可推到 2027 年四季度；这是民主党最有力的筹码
2027 年上半年	232 谈判与 301 调查的中期节点	看谈判结果而非自动加税；医疗用品、无烟煤、关键矿物待决
2028 年	美国总统选举周期启动	行政发力窗口收窄；政策更倾向“可宣布的胜利”而非“长期摩擦”

资料来源：浦银国际分析整理

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：美联储暂停加息，中期选举结果将产生什么影响？
2026 年 10 月 29 日	美联储 10 月议息会议按兵不动符合预期，明年起削减议息会议次数
2026 年 10 月 15 日	9 月美国核心 CPI 环比再超预期，或加剧 10 月升息担忧
2026 年 9 月 27 日	宏观策略联合解读中美元首华盛顿会晤
2026 年 9 月 24 日	月度美国宏观洞察：沃什开启新一轮加息周期？
2026 年 9 月 17 日	9 月美联储会议如期加息 25 个基点，且表态继续偏鹰
2026 年 9 月 12 日	8 月美国核心 CPI 环比超预期，9 月美联储会议或加息 25 个基点
2026 年 8 月 31 日	月度美国宏观洞察：沃什再次放鹰，美联储 9 月会加息吗？
2026 年 8 月 13 日	7 月美国核心 CPI 符合预期，或继续缓解加息担忧
2026 年 8 月 7 日	宏观主题研究：中期选举结果将如何影响美国经济和金融市场？
2026 年 7 月 30 日	月度美国宏观洞察：美伊冲突再起、美联储不再提供利率指引将如何影响美国经济？
2026 年 7 月 15 日	6 月美国核心 CPI 环比再次超预期下滑，或锁定美联储 7 月按兵不动
2026 年 6 月 18 日	沃什首秀美联储议息会议显著转鹰
2026 年 6 月 11 日	5 月美国核心 CPI 环比超预期下滑，或暂时缓解市场上的加息担忧
2026 年 6 月 5 日	美国宏观经济 2026 年中期展望：财政刺激淡出后的 K 型分化加剧
2026 年 5 月 13 日	超预期的 4 月美国核心 CPI 数据或加深美联储偏鹰立场
2026 年 4 月 30 日	4 月美联储会议继续暂停降息，内部分歧加大或增加降息不确定性
2026 年 4 月 23 日	月度美国宏观洞察：美伊和谈、美联储主席换届对美国经济影响几何？
2026 年 3 月 27 日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：中东局势将如何改变美国经济展望？
2026 年 3 月 19 日	美联储 3 月继续暂停降息，通胀再次成为降息关键因素
2026 年 3 月 12 日	2 月美国核心 CPI 回落符合预期，但通胀上行风险仍制约近期降息可能性
2026 年 3 月 2 日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026 年 2 月 2 日	月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？
2026 年 1 月 29 日	美联储 1 月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026 年 1 月 26 日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026 年 1 月 14 日	美国 12 月核心 CPI 略低于预期，但 1 月美联储或仍跳过降息
2025 年 12 月 19 日	美国 11 月 CPI 远低于预期，为明年 1 月降息保留可能性
2025 年 12 月 11 日	美联储 12 月如期降息，但表述较为鹰派
2025 年 11 月 21 日	2026 年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025 年 10 月 30 日	美联储宣布 10 月降息和 12 月结束缩表，称 12 月降息并非板上钉钉
2025 年 10 月 30 日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025 年 10 月 25 日	美国 9 月核心 CPI 超预期下滑，帮助锁定 10 月降息
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 23 日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响

资料来源：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团－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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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