美国中期选举对商品影响推演

研究院

研究员

蔡劭立 FICC 组

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

联系人

朱风芹

✉ zhufengqin@htfc.com

从业资格号：F03147242

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

核心观点

中期选举结果速览：

美国中期选举现"蓝潮"，民主党横扫两院。截至 11 月 4 日晚，民主党以 228:139 夺回众议院（门槛 218 席）、以 54:44 重夺参议院，并从共和党手中翻转爱荷华、堪萨斯、得州等 7 个参议院席位，突破范围远超传统摇摆州，深入共和党"安全州"腹地，幅度与广度均超选前预期。**新一届国会于 2027 年 1 月 3 日就职后**，美国将进入"府会对立"阶段。

中期选举结果的政策剖析：

财政与税收：共和党失去两院提高了财政边际收敛的预期，但社会保障、医保等刚性支出与存量债务利息构成的结构性高赤字底盘难以逆转；FY2027 临时拨款 12 月 11 日到期为选后首个政府停摆风险窗口。

关税与贸易：中期选举更可能改变特朗普关税政策的实施约束而非基本方向，美国国会内部对中国的技术竞争、产业补贴、供应链安全和出口管制问题仍存在较强的跨党派共识。特朗普政府未来将更倚重 232 条款与 301 条款，关税亦将从广覆盖的紧急政策逐步转向针对特定国家、行业与供应链风险的长期贸易工具。

AI 监管与产业政策：数据中心与 AI 基建或成传导最快的政策线，民主党横扫将推动强化监管、收紧审批并提高企业能源与社区成本，但不改变算力需求的长期增长趋势。只要企业盈利、模型商业化和算力需求继续兑现，短期政策扰动和估值调整反而可能带来更好的配置机会，AI 产业链的长期前景仍然值得看好。

中东军事行动：短期地缘溢价下降，但事件反转仍需看到美伊和谈事实，期间不确定性仍高。

特朗普个人政治风险：众议院凭简单多数即可通过弹劾条款，特朗普面临第三次弹劾的现实可能——未经授权发动美伊战争、为家族谋取税务豁免并阻挠国会调查、涉外国资金利益交换等均可成为弹劾事由；但定罪需参议院三分之二多数，共和党席位远未达标，即便众议院通过弹劾，最终罢免的概率依然极低。

加息周期。两院易主后，特朗普提名美联储理事人选无法绕过参议院审查，美联储独立性上升，沃什货币政策空间增大。

中期选举结果对资产的影响：

以史为鉴，我们回溯了 1942 年以来中期选举前美国处于“统一政府”、选举后在野党掌控

两院的历史样本，发现中期选举的核心交易在于财政扩张预期的变化。执政党失去两院将显著提高财政政策落地难度，政府新增支出、减税和大规模发债的空间受到约束，赤字与国债供给预期相应回落，主权风险溢价趋于下降，美债收益率中枢随之下移。**结合当前的加息周期，或呈现熊平的结构，短期利率上升的幅度大于长期利率。**

权益方面，选举结果落地后则可能因不确定性出清而出现阶段性修复；美元则可能经历先强后弱的过程。

商品影响主要集中在有色和能化板块。选举结果初期将经历"去特朗普"交易：地缘预期下修、关税预期下修叠加 AI 监管加强，其中地缘预期下修直接令油品、化工情绪降温；民主党全面掌控国会压制铜关税预期，利空铜价、利好黄金；IRA 清洁能源补贴、储能与电网投资支持有望修复，新能源政策不确定性下降、中长期需求预期抬升，碳酸锂直接受益，铂钯跟随贵金属走势。度过预期交易阶段后，地缘长期仍偏降温，油品、化工存在年度调整风险；但两院易主不改两党民粹主义方向，关税对铜的实际影响仍待事实确认。

时间上，短期关注美伊谈判结果（油品、化工），财政预期及加息计价则围绕 2026 年 12 月 11 日临时拨款法案到期，以及 2027 年 1 月 3 日新一届两院就职后的医疗支出博弈。（有色、新能源）

风险：投票与计票尚未完全结束，选举结果理论上仍存变数；美伊地缘冲突升级；全球流动性风险冲击。

目录

核心观点 **1**
中期选举选情跟踪 **4**
本轮中期选举结果分析 4
选举结果的政策剖析 **6**
财政与税收 6
关税与贸易 8
AI 监管与产业政策 9
中东军事行动 11
俄乌冲突 11
特朗普个人政治风险 12
资产价格影响 **14**
历史复盘与后续观点 14

图表

图 1: 2026 年众议院换届的结果（AP）丨单位：无 4
图 2: 2026 年参议院换届的结果（AP）丨单位：无 5
图 3: 特朗普关税政策的法律基础丨单位：无 8
图 4: 民主党横扫情境对美股的影响丨单位：无 10
图 5: 美国各政治群体对俄乌和谈的立场分化丨单位：无 12
图 6: 标普 500 指数（统一政府->失去两院）丨单位：无 15
图 7: 10 年期美债收益率（统一政府->失去两院）丨单位：无 15
图 8: 美元指数（统一政府->失去两院）丨单位：无 15
图 9: GSCI 分板块数据（统一政府->失去两院）丨单位：无 15

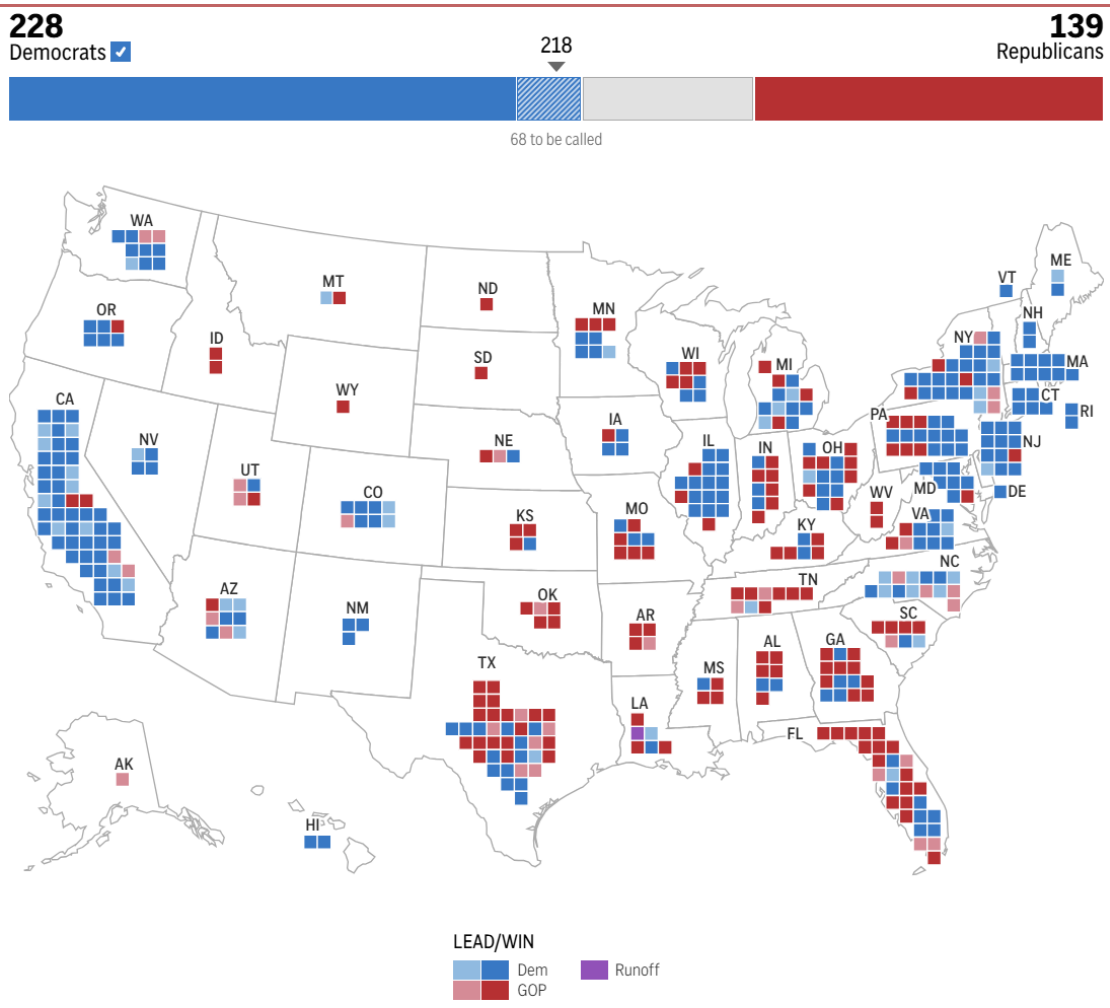
中期选举选情跟踪

美国 2026 年中期选举于 11 月 3 日完成投票，截至 11 月 4 日各州计票与出口民调已近乎全部出炉，**民主党在两院的领先优势基本确立，横扫两院、重掌国会已成大概率事件**。新一届国会与州政府须待 2027 年 1 月 3 日就职后生效。

本轮中期选举结果分析

本次众议院选举呈"蓝潮"格局，民主党夺回控制权且领先幅度超出选前预期。截至北京时间 11 月 4 日晚，民主党已获众议院 228 席，越过 218 席门槛，确认夺回控制权；共和党获 139 席，另有 68 席尚在计票，主要集中于计票较慢的西部与东北部州，后续仅影响多数幅度。值得注意的是，本轮选区重划已约为共和党增加 8 至 10 席，即民主党实际门槛接近 226 至 228 席——其优势是在结构性逆风下取得的。

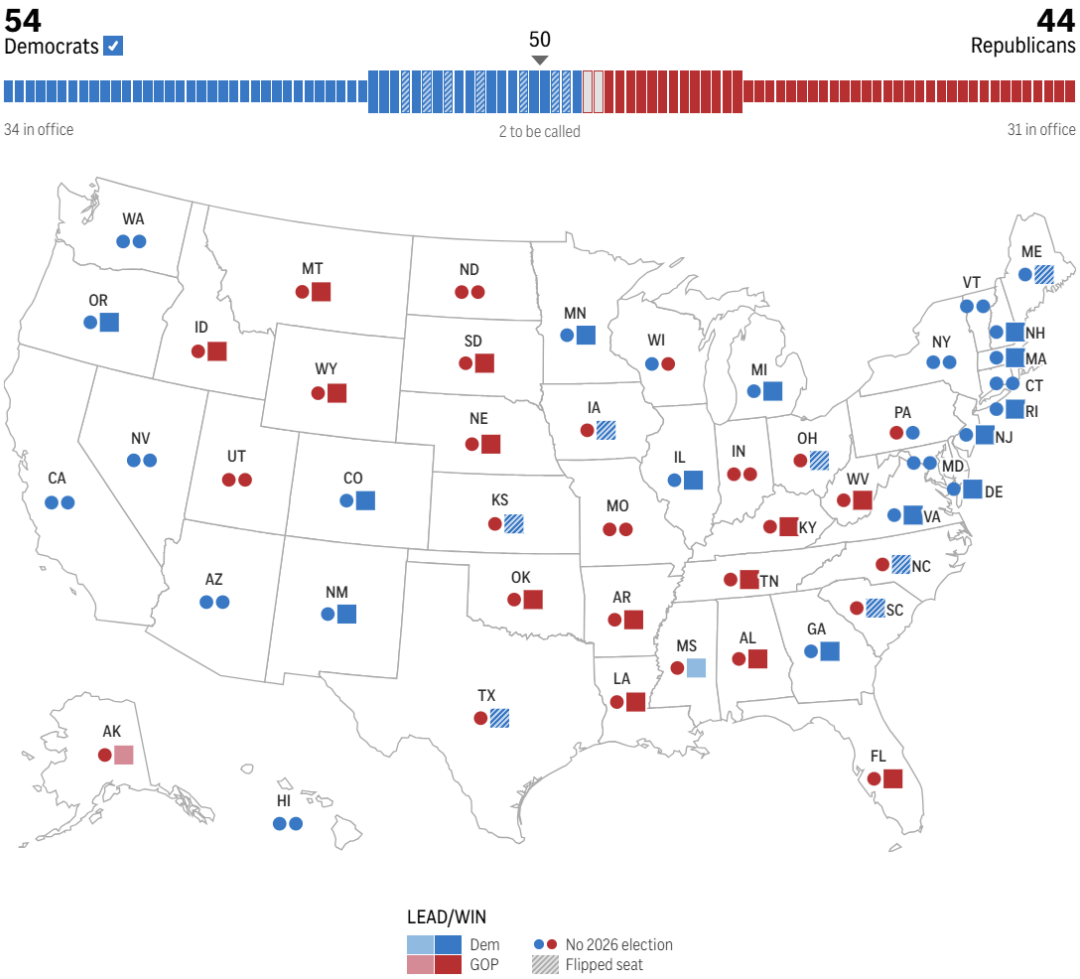
图1： 2026 年众议院换届的结果（AP）丨单位：无



数据来源：美联社 华泰期货研究院

参议院是本轮“蓝潮”的最大意外，民主党重夺多数并深入共和党腹地。截至北京时间 11 月 4 日晚，民主党阵营已锁定 54 席、共和党 44 席，另有阿拉斯加和密西西比两席尚未最终确认；民主党已越过参议院控制线，并将在 2027 年 1 月重新掌握参议院。本次民主党从共和党手中夺取了爱荷华、堪萨斯、缅因、北卡罗来纳、俄亥俄、南卡罗来纳和得州 7 席，显示选举结果已超出传统摇摆州范围，明显深入共和党的“安全州”腹地。其中，堪萨斯近百年来首次选出民主党参议员，得州则是 1988 年以来再次出现民主党参议员。这表明本轮投票具有较强的“中期问责”色彩，选民对生活成本、通胀、关税及特朗普政府执政方式的不满，转化为对共和党候选人的系统性惩罚；同时，部分共和党候选人的个人争议、党内初选和提名质量也放大了这一趋势。AP 的选后调查显示，约六成选民不认可特朗普的执政表现，多数选民希望国会对总统形成更强制衡。

图2： 2026 年参议院换届的结果（AP）丨单位：无



数据来源：美联社 华泰期货研究院

选举结果的政策剖析

财政与税收

众议院控制权主要体现在税收与拨款议程的主导权，参议院则进一步影响内阁成员、联邦法官及最高法院大法官等总统提名的人事确认。特朗普当前的政策组合本质上是“减税+部分福利削减+关税收入+债务融资”。 共和党同时失去两院多数后，特朗普政府将面临更强的立法约束，政策推进可能放缓，预算谈判与国会调查明显增多，甚至面临更高的弹劾风险。

从财政影响看，共和党失去两院提高了财政边际收敛的预期，共和党单方面通过预算协调程序进一步扩大减税或增加强制性支出的空间基本消失。不过，这并不意味着民主党能够单独主导财政立法。2025 年通过的“大而美法案”（OBBBA）以及 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）形成的既有减税和支出安排，已经构成当前财政政策的重要制度基础。民主党虽然同时控制两院，若要大规模逆转这些政策，仍需在参议院争取共和党议员支持，并最终获得总统签署；若总统否决，则需要两院各以三分之二多数推翻否决，现实难度很高。此外，除预算协调程序外，参议院常规立法仍受冗长辩论规则约束，民主党即便同时掌控两院，也未必拥有足以单独推进常规立法的席位优势。因此，更可能出现的结果是，财政政策总体延续既有框架，新增减税和支出扩张受到抑制，政府拨款、债务上限及政府运作等议题上的反复博弈增多，最终通过阶段性妥协维持政府运行。

即使财政政策的边际扩张空间受到压缩，美国在总量层面大幅削减赤字的可能性仍然很低。美国高赤字具有较强的结构性与政策惯性，中期选举更可能改变财政政策的边际力度及收支组合，而非迅速扭转赤字格局。从支出结构看，社会保障、医保等强制性支出按照既有法律持续运行，叠加存量债务形成的利息负担，共同构成联邦财政的刚性底盘。根据 CBO 对 2026 财年的最新初步统计，强制性支出和净利息合计约占联邦支出的四分之三，年度拨款谈判能够直接调整的支出比例相对有限。

在这一结构约束下，两党的主要分歧更多体现在支出方向，而不是是否需要削减支出。共和党通常更重视减税、国防和边境支出，民主党则更倾向于扩大医疗、社会保障及其他社会项目。虽然两党都可能反对对方支持的支出，但都缺乏持续推进全面财政整顿的政治激励，因此党派制衡未必能够带来赤字收敛，反而可能促成不同政策优先事项之间的交换与妥协。在民主党同时掌控两院的情况下，民主党能够更有效地阻止共和党推动新增减税或削减福利，但民主党自身提出的增支方案仍需获得总统支持。与此同时，民主党掌控参议院意味着特朗普政府的内阁人事、联邦法官及最高法院大法官提名将面临更严格的审查节奏与更高的确认门槛，行政部门的政策执行效率亦将受到更多牵制。**因此，民主党同时控制两院并不意味着美国财政总量会明显收缩，高赤字格局和既有支出**

底盘仍将延续；真正发生变化的是财政政策的边际方向和增量力度，主要体现为新增减税或支出的空间收窄，以及不同政策项目之间的重新组合和落地节奏调整。

此外需要关注的财政风险是债务上限与政府关门博弈加剧。当前 FY2027 临时拨款法案有效期至 2026 年 12 月 11 日，如果届时国会没有通过全年拨款法案或新的持续拨款决议，12 月 12 日起相关联邦机构可能出现资金缺口，并引发部分政府停摆。新旧国会交替期间的跛脚鸭会期将首先面对这一拨款期限。共和党可能希望在新国会就任前锁定更有利于自身的 FY2027 预算安排，尤其是在国防、边境和行政机构支出方面；如果民主党已经赢得众议院，则可能倾向于将部分谈判延后至 2027 年，以利用新一届国会在委员会和拨款程序上的主导权。不过，国会也可以再次延长临时拨款，因此 12 月 11 日更适合作为选后首个明确的停摆风险窗口，而不意味着全年预算必须在跛脚鸭会期内完成。

FY2027 预算谈判的核心矛盾之一是国防支出的显著扩张。白宫于 4 月提交的 FY2027 预算请求拟将国防总资源提高至约 1.5 万亿美元，较 FY2026 已批准水平增加近 5000 亿美元，其中约 3500 亿美元拟通过后续预算协调法案安排为强制性国防支出，但最终仍需国会批准。因此，军费扩张既是特朗普政府的核心政策诉求，也将成为 FY2027 拨款谈判中最重要的筹码和分歧来源。

另外，2025 年 7 月通过的财政法案已将债务上限提高至约 41.1 万亿美元，随着财政赤字继续累积，联邦债务可能在 2027 财年接近这一水平。民主党横扫两院后，其在债务上限和拨款谈判中的议价能力进一步增强，但仍需与白宫达成协议；更可能的结果是民主党以保护现行福利、推迟福利削减、增加部分国内支出为条件，换取债务上限上调或暂停，而不是单方面推动财政方案。两党可能效仿 2011 年《预算控制法案》的模式，以削减赤字承诺换取新一轮债务上限抬升，但这更适合作为一种谈判框架，而不是基准情景。考虑到特朗普政府希望扩大国防支出，而民主党反对进一步削减社会福利，双方要达成完整的长期赤字削减协议并不容易。

综合来看，民主党横扫两院之后，美国财政走向可以概括为“增量扩张受限、存量赤字延续、博弈频率上升”。财政政策的边际方向由此前以减税和国防扩支为主，转向福利保护与国内支出优先，国防与边境支出的增量空间被压缩；但强制性支出和净利息构成的刚性底盘不变，赤字规模不会出现总量意义上的收敛。落到资产上，这一组合对长端美债并非单向利好：一方面，新增减税与军费扩张受限，意味着未来数年国债供给的边际增量压力有所减轻；另一方面，赤字存量不减、拨款与债务上限博弈更频繁，意味着长端期限溢价更易受事件驱动而阶段性抬升，而非因财政收敛而系统性回落。美元与黄金则更多取决于财政博弈所引发的避险情绪与货币政策路径的相对变化——政府停摆与债务上限临近时点上风险偏好收缩，通常对应美元的阶段性支撑与黄金的避险买盘，但这种影响以事件性、脉冲式为主。需要强调的是，财政政策对资产的影响主要通过预期与

事件节奏传导，不宜把选举结果直接等同于趋势性定价因素。

关税与贸易

特朗普政府将关税视为保护本国产业、重塑供应链和扩大对外谈判筹码的重要政策工具，短期内其关税政策方向仍将延续。美国宪法原则上将征收关税和调节对外贸易的权力赋予国会，国会再通过《1962 年贸易扩展法》《1974 年贸易法》等法律，将部分权限授权给总统、商务部和美国贸易代表办公室。因此，2026 年中期选举的影响主要体现在国会控制权变化对关税政策实施范围、法律授权、预算安排和执行程序的约束程度。国会可以通过立法、拨款和监督程序提高关税政策的实施成本，但能否形成实质约束，还取决于两院控制权以及白宫与国会之间的政策博弈。

图3： 特朗普关税政策的法律基础丨单位：无

授权工具	法律来源	主要适用理由与政策功能	当前状态
第 232 条款	《1962 年贸易扩展法》	以“国家安全受到威胁”为理由，主要针对钢铁、铝、汽车、半导体及其他战略产业。商务部负责调查，总统决定是否征收关税或实施配额。	仍是特朗普政府最重要的长期关税工具之一。现行相关税率大致为 10%至 50%，并可通过新的行业调查扩大适用范围。
第 301 条款	《1974 年贸易法》	针对外国政府的不公平、歧视性或限制美国商业利益的行为，包括技术转让、知识产权、产业补贴和市场准入限制。由 USTR 调查并决定采取关税或其他措施。	对华 301 关税仍在执行，现有税率约为 7.5%至 100%；2026 年 USTR 继续推进新的 301 调查。
第 122 条款	《1974 年贸易法》	用于应对严重国际收支失衡、美元面临重大贬值风险或国际收支协调问题。总统可征收最高 15%的临时附加税，原则上期限不超过 150 天。	最高法院否定 IEEPA 关税后，特朗普政府于 2026 年 2 月转用该条款征收 10%临时进口附加税，但其期限和法律适用范围受到较大限制。
IEEPA	《1977 年国际紧急经济权力法》	原本被特朗普政府用于芬太尼、贸易逆差和国家紧急状态相关关税，以便快速实施覆盖范围广的进口限制。	美国最高法院于 2026 年 2 月裁定，IEEPA 没有明确授予总统征收关税的权力，相关“对等关税”和芬太尼关税的法律基础受到否定。
第 201 条款	《1974 年贸易法》	针对进口激增并对美国国内产业造成严重损害的情形，通常需要国际贸易委员会完成产业损害调查。	程序要求高于 232 和 301，特朗普可以使用，但目前不是其最主要的关税渠道。
海关与贸易救济程序	美国海关法、反倾销和反补贴法规	通过反倾销税、反补贴税、原产地认定和海关执法，针对特定企业、产品或贸易行为征收额外税费。	主要由商务部、USTR 和海关执行，具有较强的个案和行业针对性。

数据来源： 华泰期货研究院

在民主党横扫的情况下，国会可能推动重新界定总统关税权限、强化国会审议、收紧拨款和提高调查透明度，全球性或长期性关税扩张的难度会上升。最高法院否定 IEEPA 关税后，进口商可能要求退还已经缴纳的相关税款，但退款范围、利息计算、最终缴款人资格和海关清算状态仍取决于具体诉讼与执行程序。若退款规模较大，过去由关税形成的财政收入将出现回吐，政府的关税收入预期也会受到压制。IEEPA 关税被最高法院否定后，**特朗普政府未来将更依赖第 232 条和第 301 条，关税措施也可能从覆盖范围较广的紧急性政策，逐步转向针对特定国家、行业和供应链风险的长期贸易工具。**

美国与加拿大 8 月的关税谈判在最后时刻破裂。美国于 8 月 22 日对约 200 亿美元加拿大商品加征 50%关税，加拿大自 9 月 8 日起实施 15%至 50%的对应反制。进入 10 月，关税成本开始反映到美国选情上，缅因州共和党参议员柯林斯、密歇根州共和党参议员候选人罗杰斯相继公开要求下调对加关税。10 月 23 日，特朗普政府宣布自 10 月 30 日起豁免胶合板、包装材料、机械和制冷设备等部分商品。这批豁免是针对特定行业和选区的定向缓和，而非系统性转向；**选举结束后选区压力减弱，但成本逻辑未变——关税推高美国制造业投入成本，民主党控制的国会对广泛加征缺乏支持并掌握拨款与审议杠杆，美加更可能沿“行业豁免换谈判条件”的路径推进，全面升级概率偏低。**

民主党全面胜选并不意味着美国对华关税政策会出现根本逆转。美国国会内部对中国的技术竞争、产业补贴、供应链安全和出口管制问题仍存在较强的跨党派共识，中期选举前，中美经贸关系处于相对稳定的窗口期；选举约束减弱后，特朗普政府可能重新加强对中国的定向施压，但更可能采取分行业、可交易的方式，而不是立即发动全面关税升级。现有 178 项中国商品 301 关税排除措施将于美东时间 11 月 9 日 23:59 到期，USTR 是否续期，将成为选后政策取向的首个检验点。11 月 18 日至 19 日，APEC 领导人非正式会议将在深圳举行，中美领导人能否借此延续经贸沟通，将直接影响后续降税安排与双边经贸机制的推进节奏。2027 年 1 月新国会就任后，行政部门的关税空间与国会监督压力或同步生变，届时相关临时安排是否延长，亦值得重点关注。

AI 监管与产业政策

如果说财政和关税的博弈还有漫长的程序缓冲，那么数据中心与 AI 监管或成为中期选举后传导最快的政策线。这是因为相关政策并不完全依赖联邦立法，国会委员会的监督、州和地方政府的审批，以及数据中心所在地居民的意见，都可能直接影响项目建设和运营。

两党的主要分歧在于如何平衡 AI 基础设施扩张与地方成本。特朗普政府支持 AI 和数据中心建设，并通过行政命令、审批提速和能源配套等方式推动相关投资，但 AI 基建的收益分配高度不均：收益由头部科技企业获得，成本却由基层选民承担——电价飙升、

水资源与土地占用、项目审批过程中的不透明，在数据中心集中的选区积怨已久。这是一种典型的 K 型分化。民主党精准地抓住了这个矛盾，将共和党贴上"出卖地方利益、屈从于科技巨头与资本"的标签，把电费账单变成竞选传单。民意变化已经在快速传导至项目端：2026 年以来，弗吉尼亚、印第安纳、宾夕法尼亚、佐治亚、俄亥俄等数据中心重镇，均出现项目暂缓、取消、撤回或地方政府增设审批限制的情况。

民主党拿下国会两院之后，美国 AI 政策预计将从鼓励扩张进一步转向附带更严格条件的扩张。民主党可通过两院委员会强化对模型安全、隐私、版权、就业替代及数据中心电价影响的调查，并提高相关约束进入预算谈判的机会。但特朗普的否决权及参议院多数普通立法所需的程序门槛，意味着全国性暂停建设、全面提高企业税负或撤销既有投资优惠，仍难仅凭简单多数实现。民主党内部也存在不同路线：桑德斯与奥卡西奥－科尔特斯提出暂停 AI 数据中心建设，而沃纳的提案更侧重将联邦税惠与能源、水资源及社区影响标准挂钩。因此，较可能落地的政策是提高信息披露要求、收紧项目审批条件，并要求企业承担更多能源、环境和社区成本，而不是全面停止 AI 基础设施投资。

图4： 民主党横扫情境对美股的影响丨单位：无

行业	影响分析
AI、云计算和数据中心开发商	短期面临估值压缩、项目延期、能源和环保支出上升，尤其是不具备稳定电力、长期客户和成熟审批条件的项目。大型云厂商受影响相对有限，反而可能凭借现金流和融资能力扩大竞争优势。
传统行业和防御性行业	如果民主党横扫后扩大社会福利、医疗保障和公共支出，传统医药、医疗服务、必选消费、公用事业等板块可能相对受益。市场风格可能从高估值成长向现金流稳定、政策敏感度较低的行业切换。
新能源和绿色能源	如果数据中心被要求自行配套电力、满足清洁能源标准，太阳能、风电、储能、电网设备、电力软件和能效管理可能获得新的政策支持。需要注意的是，短期项目审批变慢可能压制总需求，但长期电力投资、输配电升级和清洁能源配套需求仍会上升。
传统能源	数据中心需要稳定、可调度电力，因此天然气发电、核电及相关电网基础设施仍可能受益。民主党政策未必意味着传统能源立即下跌，关键在于能源安全和 AI 电力需求之间如何平衡。
金融和房地产基础设施	项目延期和融资条件收紧，可能压制部分数据中心 REITs、开发商和高杠杆基础设施资产；但成熟资产和长期合同资产的价值可能因供给受限而提升。

数据来源： 华泰期货研究院

综合来看，民主党横扫更可能通过强化监管、收紧审批和提高企业承担的能源及社区成本，带来短期风险偏好下降和行业内部轮动，但不会改变 AI 产业的长期发展方向。监管政策更多影响资本开支的扩张节奏和成本结构，包括项目增速、选址要求、能源配套和投资回报率，难以改变算力需求持续增长的长期趋势。**因此，只要企业盈利、模型商业化和算力需求继续兑现，短期政策扰动和估值调整反而可能带来更好的配置机会，AI**

产业链的长期前景仍然值得看好。

中东军事行动

目前经卡塔尔、巴基斯坦斡旋的间接磋商仍保持密集，卡方新提案预计未来 36 小时内收到双方反馈，伊朗将“七日计划”简化为“两日计划”，显示姿态性灵活。但结构性矛盾未见弥合，谈判顺序上美方要求先核问题后制裁松绑、伊方完全相反，对价认知上伊朗将海峡通行权视为可交易资产而美方认为国际水道本应开放，停火性质上伊朗要永久停战加撤军加赔偿而美方只肯给暂停。伊朗 7 项条件均属最大化要价，且选举结果还改变了伊朗的谈判计算，面对支持率低位、失去国会且仅剩两年任期的对手，伊朗等待与抬价的激励上升，妥协的紧迫性下降。美伊双方互不退让，选后海湾局势存在升温风险。

需要特别关注选举结束后的权力交接期。2026 年 11 月 3 日选举结束后，现任国会在新国会于 2027 年 1 月正式就职前仍然有效，新当选议员尚未正式行使国会权力。在这一阶段，特朗普政府仍拥有较大的行政行动空间，可能调整对伊朗的军事部署、海上封锁安排或谈判条件。如果美军基地遭到重大袭击、伊朗核设施受到攻击、霍尔木兹海峡再次受阻，或者以色列与地区代理人组织重新爆发大规模冲突，局势可能从有限军事对抗迅速升级为更大范围的地区冲突。**中期选举主要改变的是美国继续开展军事行动所面临的政治约束、财政支持和国会监督力度；冲突是否进一步升级，仍主要取决于伊朗核问题、霍尔木兹海峡安全、美军基地遭袭以及加沙停火能否维持。**

俄乌冲突

俄乌谈判正在重新启动，但目前更像是为停火和安全安排铺路的工作层级接触，而非已经接近达成最终和平协议。俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫 11 月 3 日证实，俄美乌三方谈判将于 11 月 10 日至 11 日在阿联酋阿布扎比举行，美方特使威特科夫称，会谈将重点讨论战后安全安排、局势降级、人道主义行动及后续和平步骤。上一轮三方谈判于今年 2 月在日内瓦举行。目前俄乌在核心问题上仍存在明显分歧：俄罗斯仍控制约 20%的乌克兰领土，并要求乌军退出其声称吞并的顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热和赫尔松四个地区。泽连斯基 10 月 21 日接受采访时表示，如果沿现有战线冻结冲突、乌克兰仍保有至少 75%的领土，乌方可以考虑和平协议。这一表态更接近接受“事实上的战线冻结”，并不等于乌克兰承认俄罗斯对占领区拥有合法主权，也不意味着乌克兰放弃未来通过外交手段解决领土问题。

在民主党横扫两院的背景下，特朗普推动偏向俄罗斯的快速协议将面临更高的政治与执行成本。中期选举不会自动剥夺总统的外交权力，特朗普仍可派遣特使、与俄乌谈判、提出停火框架，并在既有法律授权范围内调整行政制裁、军援和外交政策。国会的限制

集中在谈判与落实两个层面，明年 1 月新国会就任后，民主党将通过听证与传票审查政府对俄让步情况，借参议院多数拖延要职任命，在谈判层面抬升政治成本；而军援与经费须走国会拨款，则在落实层面构成硬约束。停火协议或政治框架因此更可能以行政协议形式推进，以绕开正式条约所需的参议院批准，只是行政协议不能突破现有法律，也不能替代国会拨款。

图5： 美国各政治群体对俄乌和谈的立场分化丨单位：无

群体	主要倾向	实际含义
MAGA、特朗普核心支持者	更支持尽快停火、减少军援、避免美国长期介入	主要是“美国优先”和反无限期战争，不等于亲俄
传统共和党安全派	支持谈判，但希望先通过制裁和军援提高对俄压力	倾向“以实力促和”，反对无条件让步
民主党主流	更支持继续援乌、收紧对俄制裁	接受谈判，但要求乌克兰和欧洲参与，不接受单方面压乌割地
独立选民及战争疲劳群体	希望停火，但对协议条件缺乏信心	最关注战争成本、油价和美国是否陷入长期冲突

数据来源： 华泰期货研究院

特朗普个人政治风险

中期选举结果已经落地，民主党横扫参众两院，特朗普面临的弹劾压力随之从情景推演变为现实问题。新国会于 2027 年 1 月就任后，众议院凭简单多数即可通过弹劾条款，使特朗普面临第三次弹劾，**未经授权发动美伊战争、为家族谋取税务豁免并阻挠国会调查、接受外国资金与政策进行利益交换等事件，均可能成为弹劾事由。但定罪必须由参议院三分之二议员同意方可成立，唯有定罪之后才能罢免总统**，而民主党在参议院的席位远未达到这一门槛，仍需要十几名共和党参议员倒戈。**因此“众议院弹劾”具有现实可能，“参议院定罪罢免”却依然十分困难。**只有当调查出现跨党派都无法回避的重大证据，并证明特朗普利用总统权力掩盖或阻挠调查时，定罪概率才会明显上升。

在定罪门槛高企的前提下，民主党控制两院后最可能采取的并不是立即弹劾，而是先利用委员会、传票和听证全面调查特朗普及其政府。如果调查只能证明政策激进、行政越权或政治争议，民主党可能选择通过预算、战争授权和监管法案迫使特朗普使用否决权，把这些冲突转化为 2028 年选举中的政治议题。如果调查发现跨党派都无法回避的重大证据，例如严重私人犯罪得到独立证据确认，并且能够证明特朗普在任期间利用总统权力掩盖事实、阻挠调查，弹劾才可能从政治口号转化为正式行动。民主党还需要考虑，特朗普一旦被定罪免职，副总统万斯将直接成为总统，这可能给共和党提供重新塑造形

象的机会。因此，民主党会保留弹劾选项，但未必急于使用。

民主党未必急于弹劾，但这并不意味着特朗普可以脱身。**民主党横扫带来的最大威胁不是立即被免职，而是失去国会保护后陷入长期消耗。**众议院调查会不断公开政府内部文件，参议院则可以阻止或拖延人事任命，预算、政府关门、军事行动和行政命令都会成为国会与白宫反复冲突的议题。这样的过程可能削弱特朗普推动政策的能力，并使共和党议员逐步在继续为特朗普承担政治成本与尽早为 2028 年选举保留距离之间做出选择。特朗普过去两次遭弹劾但最终均被判无罪，说明弹劾本身并不会自动终结他的政治生命。如果缺乏新证据，他仍可能把弹劾包装成民主党迫害，用来动员支持者。但如果出现足够明确的证据，第三次弹劾就可能成为推动共和党精英、捐助人和候选人与特朗普切割的转折点。

比弹劾更硬的约束在 2028 年。特朗普无法参加 2028 年总统大选，这一限制决定了民主党横扫后的核心政治变化将逐渐从"是否推翻特朗普"转向"谁来继承特朗普"。美国宪法第二十二修正案禁止任何人当选总统超过两次，其第十二修正案也排除了通过竞选副总统再继任的路径。修改这一限制还需要国会两院各三分之二和四分之三州批准，**特朗普不可能通过行政命令或普通法律实现连任。因此，党内万斯、卢比奥以及德桑蒂斯、克鲁兹等人的竞争会提前展开。**特朗普仍能凭借基层支持、媒体影响力和党内背书继续扮演"仲裁者"，但民主党横扫会削弱他的制度性资源，也会迫使共和党候选人逐步建立自己的捐助网络和选民基础。最终，共和党更可能以渐进方式完成权力转移，先在具体议题上与特朗普分开，再减少竞选中的个人依赖，最后围绕 2028 年候选人重新组织党内力量，而不是以一次公开决裂收场。

综合来看，中期选举改变的是特朗普承受压力的方式，而不是他是否立刻离任。程序性弹劾与长期调查构成高概率扰动，定罪罢免仍属尾部情景，真正决定走向的是会不会出现跨党派无法回避的证据，以及 2028 年接班竞争提前展开后党内团结的松动速度。

资产价格影响

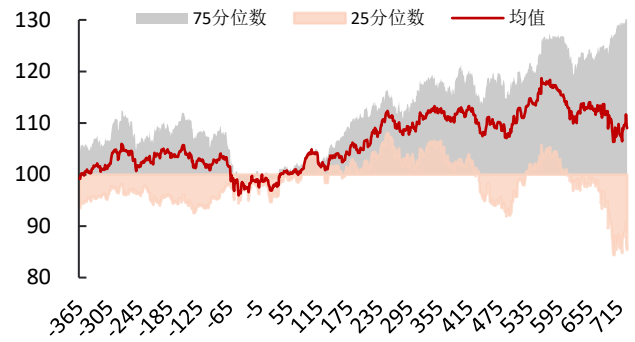
历史复盘与后续观点

以史为鉴，我们回溯了 1942 年以来中期选举前美国处于“统一政府”、选举后在野党掌控两院的历史样本，发现中期选举的核心交易在于财政扩张预期的变化。执政党失去两院将显著提高财政政策落地难度，政府新增支出、减税和大规模发债的空间受到约束，赤字与国债供给预期相应回落，主权风险溢价趋于下降，美债收益率中枢随之下移。**结合当前的加息周期，或呈现熊平的结构**，短期利率上升的幅度大于长期利率。

权益方面，选举结果落地后则可能因不确定性出清而出现阶段性修复。不过，本轮民主党控制国会将加剧行政与立法之间的政策摩擦，财政收缩、经济预期下修和企业盈利预期走弱，可能限制美股反弹空间，市场表现更可能呈现指数震荡、行业分化。**美元则可能经历先强后弱的过程**，近期的避险需求和风险偏好下降推动美元走强，随后随着美债利率下行、降息预期升温以及美国增长预期走弱，美元重新承压。

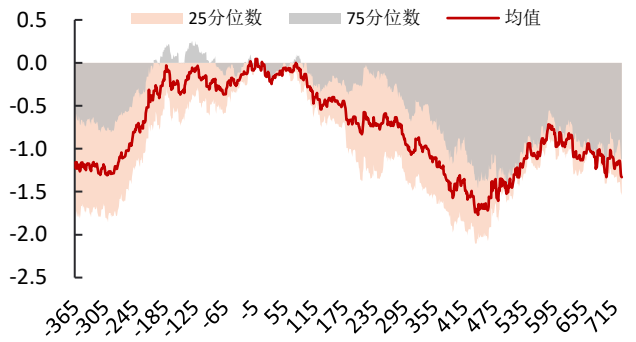
商品影响主要集中在有色和能化板块。首先**选举结果初期，会经历“去特朗普”交易**，地缘预期下修，关税预期下修叠加 AI 监管加强，其中地缘预期下修直接导致油品和化工情绪降温；其次，民主党全面控国会压制铜关税预期，利空铜价、利好黄金；最后，市场预期 IRA 清洁能源补贴、储能与电网投资支持有望修复，新能源板块政策不确定性下降、中长期需求预期抬升，碳酸锂直接受益，铂钯则跟随贵金属走势。而**度过预期交易阶段后**，则地缘局势长期仍偏向降温判断，油品和化工（年度）存在调整风险；而两院的控制权变更并不会对改变两党民粹主义方向，关税对铜的具体影响仍需要事实去确认。**时间上**，短期关注美伊谈判结果（油品、化工），财政预期及加息计价则围绕 2026 年 12 月 11 日临时拨款法案到期，以及 2027 年 1 月 3 日新一届两院就职后的医疗支出博弈。（有色、新能源）

图6： 标普 500 指数（统一政府->失去两院）丨单位：无



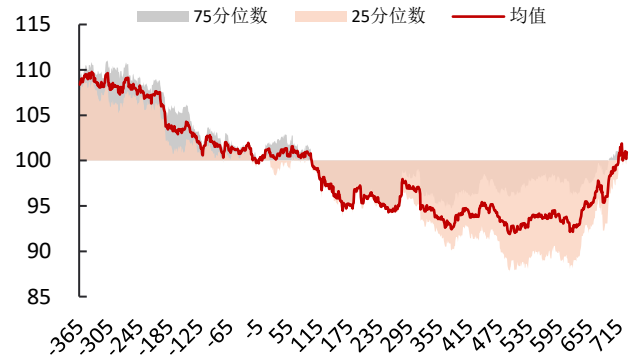
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 10 年期美债收益率（统一政府->失去两院）丨单位：无



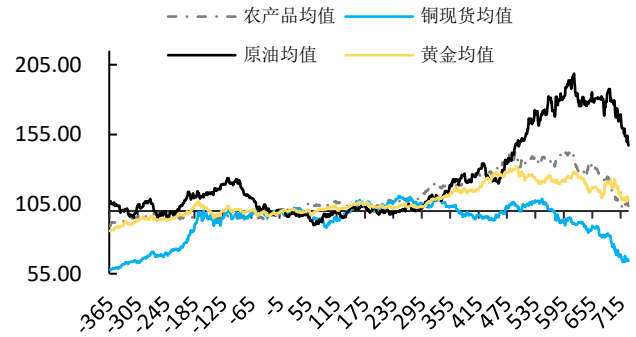
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 美元指数（统一政府->失去两院）丨单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： GSCI 分板块数据（统一政府->失去两院）丨单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元丨邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com