国泰君安期货
GUOTAI JUNAN FUTURES

国泰君安期货·君研海外
中期选举后，宏观变局与资产传导

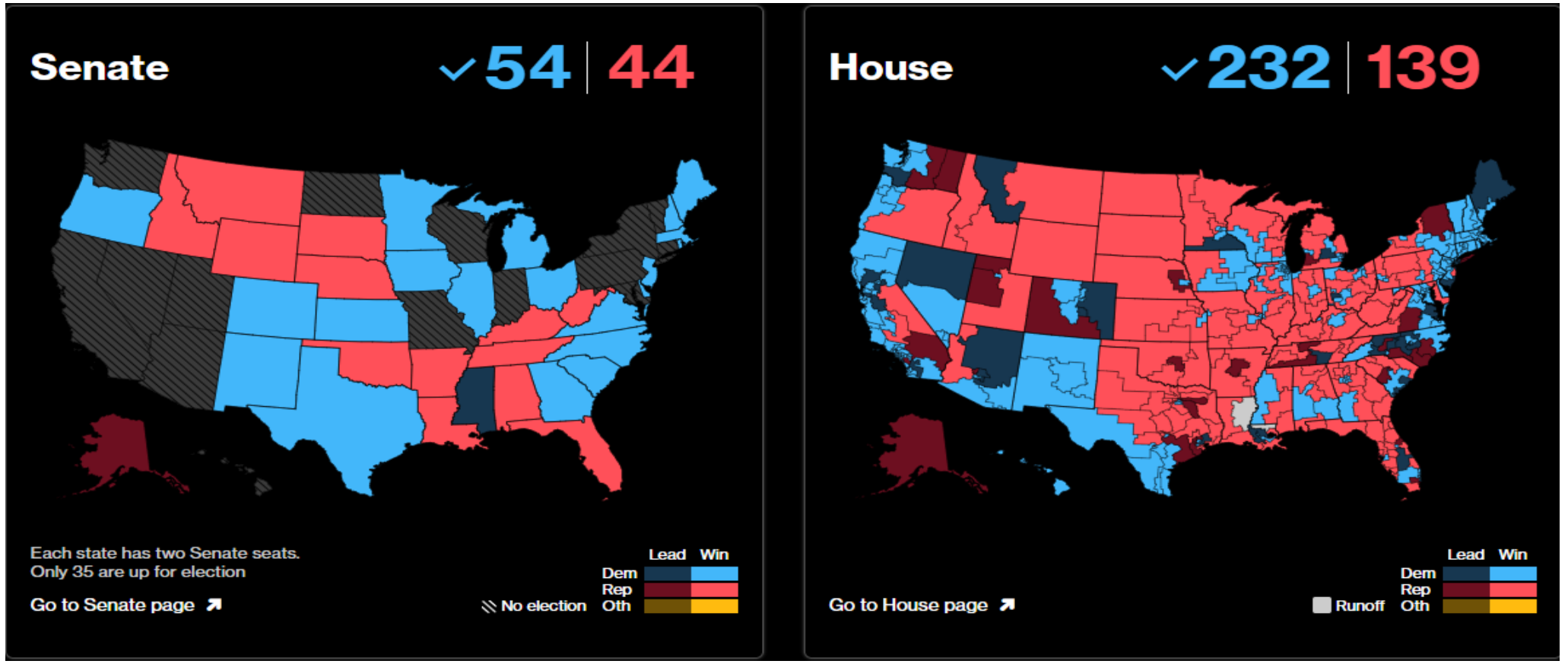
国泰君安期货研究所·海外研究
戴璐 Z0021475
杨藤 F03151619

日期：2026年11月6日

Guotai Junan Futures all rights reserved, please do not reprint

“蓝色狂潮”是民众对特朗普第二任期的强烈否认

民主党在美国中期选举中大获全胜，夺得两院控制权，在选民普遍不满经济状况和伊朗战争背景下，此结果可谓对特朗普第二任期的直接否定

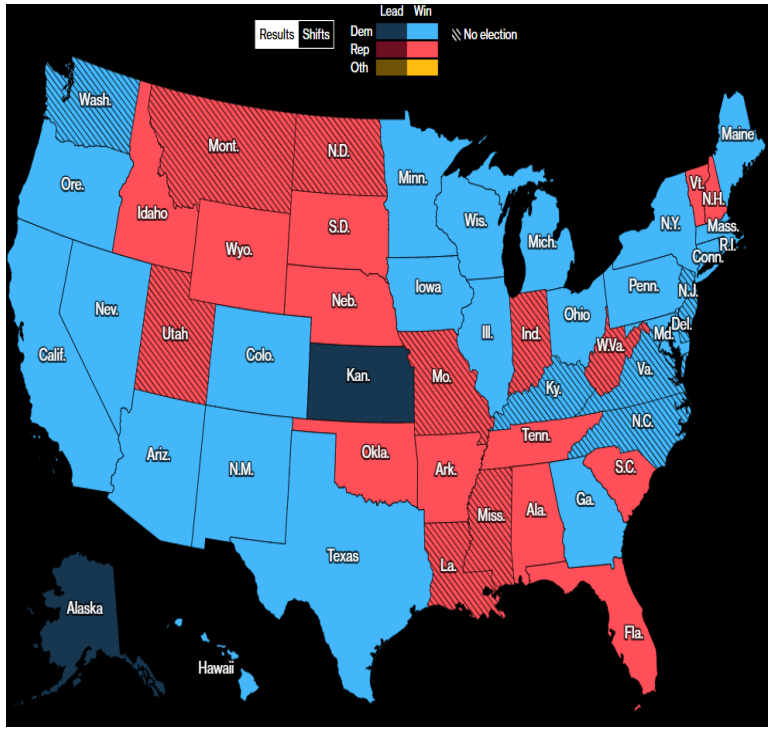


- 在特朗普以压倒性优势返回白宫两年后，“蓝色狂潮”成为他的中期成绩单。民主党在美国中期选举中大获全胜，夺得国会两院控制权。民主党在全美各地攻下共和党传统票仓，至少翻转7个本属于共和党参议院席位，并在多个共和党2024年轻松取胜的选区赢得众议院选举。民主党的压倒性胜利意味着，自特朗普去年重返白宫以来，其在华盛顿的权力首次受到真正制衡。尤其需要注意的是，一些特朗普明确背书的共和党参议员本次选举出现意外落败，凸显了特朗普本人或成为共和党政治上的拖累。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

民主党在多个传统红州拿下州长席位

本次36个州换选州长，民主党在多个传统红州拿下州长，而州长对本州内AI数据中心建设等事务具有重要影响力，当前美国数据中心高度集中在近期摇摆州



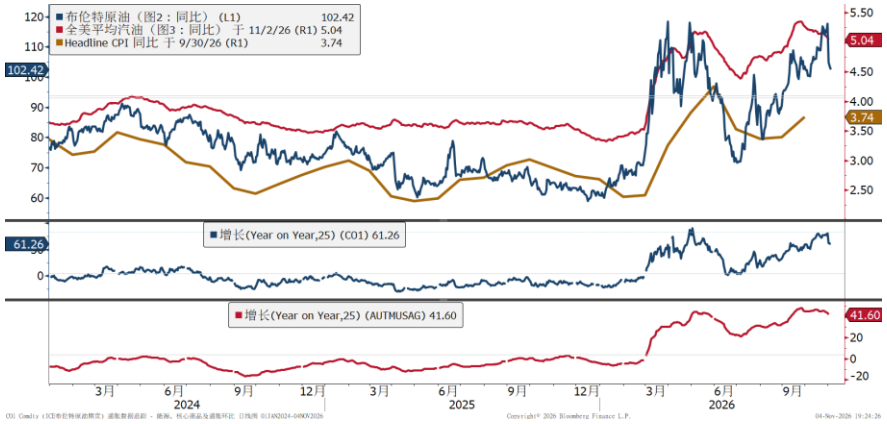
州	已运营（座）	计划中（座）	合计（座）	选前州长党派	选后 / 延续党派	胜选 / 在任州长	本轮州长状态	结果说明
弗吉尼亚 VA	398	287	685	民主党 D	民主党 D	Abigail Spanberger	未改选	延续现任州长。2025年已举行州长选举。
得州 TX	296	170	466	共和党 R	民主党 D	Gina Hinojosa	共和转民主	候任州长。媒体已报胜选，尚非正式认证。
加州 CA	277	54	331	民主党 D	民主党 D	Xavier Becerra	民主党延续（换人）	候任州长。州长职位继续由民主党掌握。
伊利诺伊 IL	139	123	262	民主党 D	民主党 D	JB Pritzker	民主党连任	媒体已报胜选，尚非正式认证。
佐治亚 GA	94	141	235	共和党 R	民主党 D	Keisha Lance Bottoms	共和转民主	候任州长。媒体已报胜选，尚非正式认证。
俄亥俄 OH	166	57	223	共和党 R	民主党 D	Amy Acton	共和转民主	候任州长。媒体已报胜选，尚非正式认证。
亚利桑那 AZ	98	86	184	民主党 D	民主党 D	Katie Hobbs	民主党连任	媒体已报胜选，尚非正式认证。
纽约州 NY	148	6	154	民主党 D	民主党 D	Kathy Hochul	民主党连任	媒体已报胜选，尚非正式认证。
俄勒冈 OR	115	27	142	民主党 D	待确认	待确认	计票中 / 尚未确认	已查报道为Tina Kotek（D）早期领先。
华盛顿州 WA	124	11	135	民主党 D	民主党 D	Bob Ferguson	未改选	延续现任州长。2024年已举行州长选举。

- 本次36个州换选州长，多个传统红州德克萨斯州、乔治亚州、内华达州、俄亥俄州、爱荷华州州长由蓝转红。
- 州长对本州内诸如AI数据中心建设相关政策等事务具有重要影响力，本次中期选举，适逢AI主题权益板块承受逆风，民主党相较共和党尤其是特朗普政府对AI产业在基建审批、行业监管等方面有着更为严苛政策立场，或倾向于延缓数据中心建设、拉长审批周期、提升开发和投资成本等。

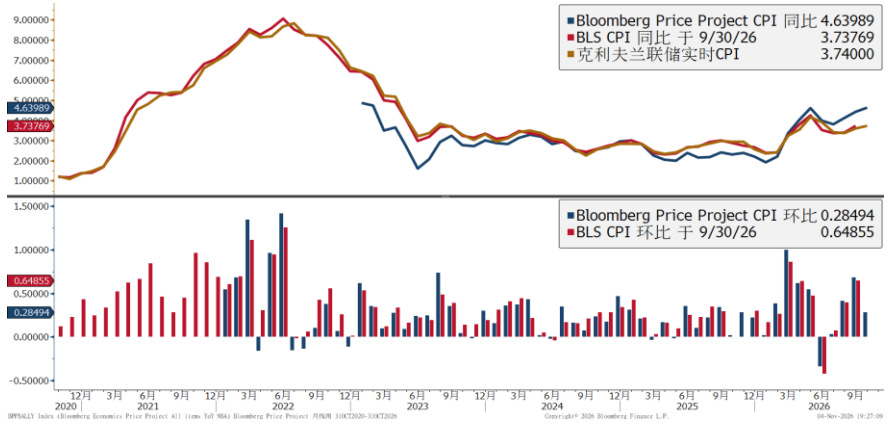
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

“通胀愤怒”定义了2026年特朗普民调

远比预期持续时间长的中东乱局驱动能源成本和通胀居高不下



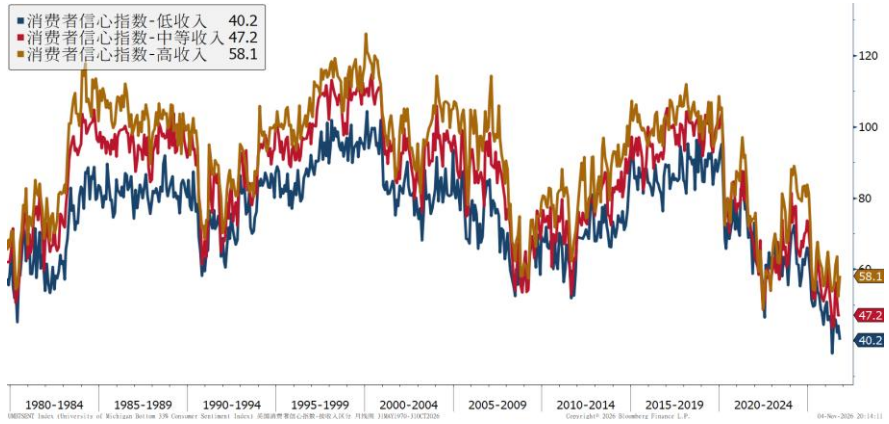
实时CPI读数显示美国CPI仍在继续上行，通胀对货币政策和宏观制约尚未结束



特朗普支持率持续走低，其走势与能源价格和通胀预期高度负相关



消费者信心指数在各收入阶层中悉数进入历史极低水平

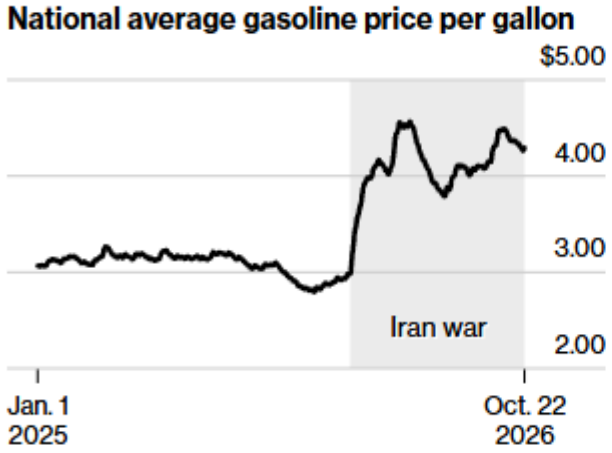


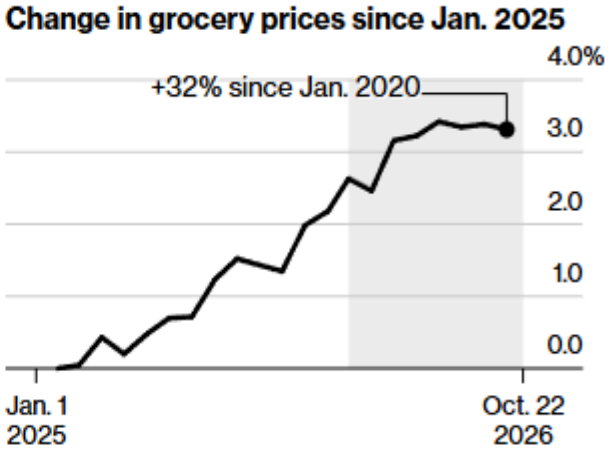
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

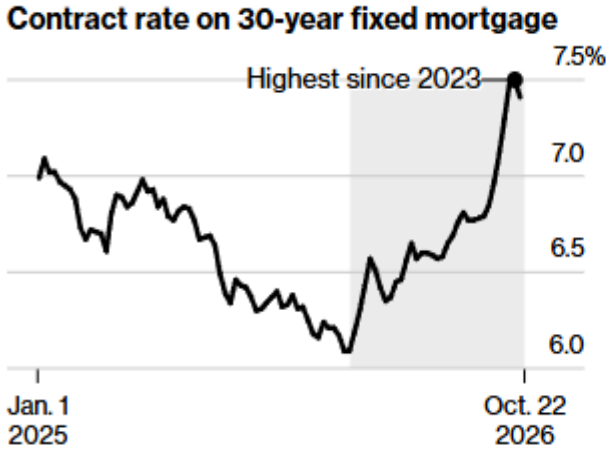
“Affordability Crisis”是特朗普的“政治成本”

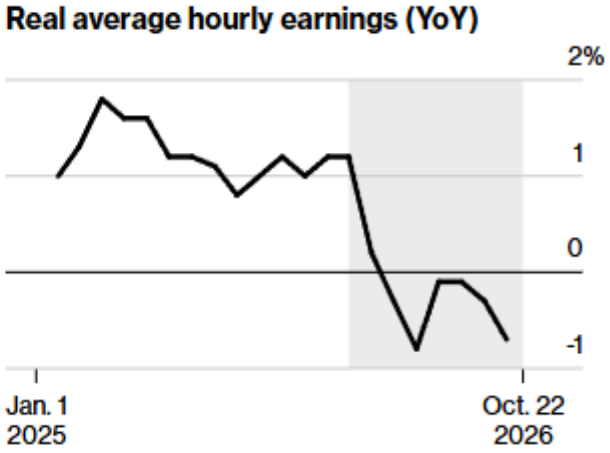
美伊战争背景下的高油价和升息周期，带来的不仅仅是金融市场“参数变化”，更是加重了美国普通民众的“可负担性危机”

- 2025年，定义特朗普第二任期第一年的关键词是混乱的关税战，但全球贸易的强大惯性、产业链联通程度叠加横空出世的AI产业链强大的增长引擎仍旧拖住全球经济韧性和资产的表现，冲淡了特朗普的影响。
- 而2026年，持续性超出预期的美伊战争定义了特朗普第二年，此时AI产业链增速边际放缓、资本开支可持续性风险浮现，此时地缘-通胀风险加大了全球经济和资产波动，从降息周期陡然进入升息周期，带来的不仅仅是金融市场“参数变化”，更是加重了美国普通民众的“可负担性危机”。
- 在此背景下，中选过后是否有继续扩大美伊战争的可能性？——地缘虽难以预测，但升级战争恐继续消耗特朗普和GOP的政治筹码，甚至继续拖累2028年大选。









资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

美国政经变化几何？——三类路径看可为和不可为

参议院多数立法需60票（预算协调除外），且总统可否决，因此民主党掌控一院或两院，主要作用是阻止共和党议程，而非推行自己的议程

权限	众议院	参议院
监督	举行听证会与调查，要求提供信息	举行听证会与调查，要求提供信息
弹劾	调查并提出弹劾条款，负责起诉	审理并表决（定罪需三分之二多数）
人事确认	无角色	确认内阁官员、大使、联邦法官及其他总统任命
条约批准	无角色	批准或否决（批准需三分之二多数）
立法*	简单多数	简单多数——若遭冗长发言阻挠（filibuster）则需 60 票

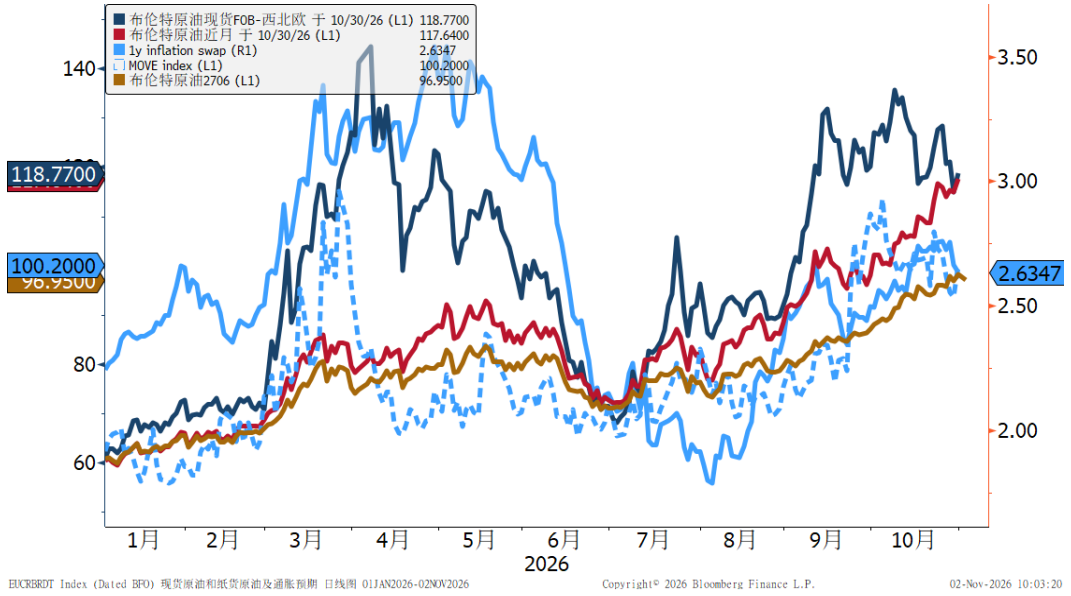
*注：*不包括预算调节（budget reconciliation）立法，该类立法遵循单独规则（两院均为简单多数）。*

- 不依赖新立法、总统可自行决定：如232、301关税已在实际执行，对华301条款10月7日确认继续有效；先进芯片出口许可与对外投资审查已有法律基础（《综合对外投资国家安全法》）、军事行动属总统权限——无太大变化，国会能做的只有拨款附加条件、听证和诉讼，属于降低行政执行效率的施压手段。
- 需要新立法+参议院60票+总统签署：如企业税率从21%上调至25%—28%、恢复ACA增强补贴与联邦医保补贴、恢复被削减的IRA清洁能源税惠、收回总统关税授权等——民主党推行自己的议程并非易事，对当前市场主线影响不大。普通法案在参议院需60票才能结束辩论，推翻否决需两院各三分之二多数
- 必须通过的法案与参议院专属权力：如12月11日到期的临时拨款（覆盖全部12项年度拨款）、已在众议院以216:212通过的2027财年国防授权法、延至12月11日的《国防生产法》授权、2027年债务上限；以及参议院人事确认权（美联储理事、联邦法官、内阁）与众议院传票、监督权等。

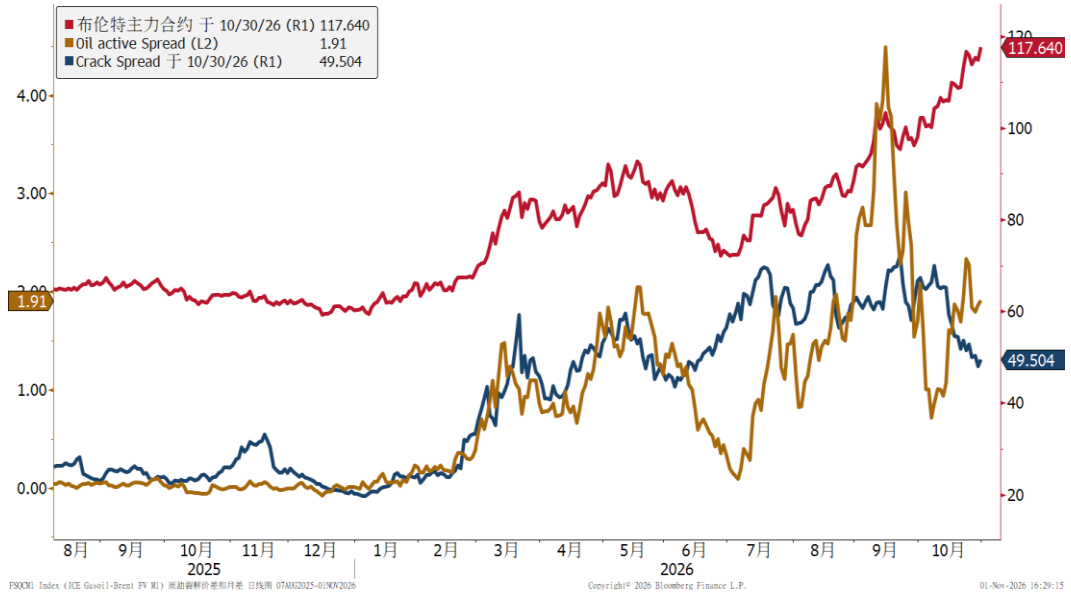
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

共和党锚定败选因素直指战争，地缘再度升级民意压力较大

原油价格整体中枢居高不下，现货端有所回落供给紧缺有所缓和，但远月价格逐步抬升，中长期溢价并未打破



原油结构看，当前并非定价现货紧缺关键，而是定价更持续的地缘溢价



- 但中期选举后，部分共和党明显将败选原因归因于“战争”，提升后续地缘升级的美国内部政治压力。
- 对于原油市场而言，我们的观点是“去繁存简”，中长期仍旧视作宏观风险。过去数周，原油市场核心叙事是“供给已然回归，较战前缺口减少”，但若从更大的角度上看，去繁存简，当地缘核心矛盾未解决的情况下：1）供给持续回归具有脆弱性（伊朗仍有袭击海峡邮轮的能力、胡塞武装仍有干扰沙特原油供应能力。2）运费价格居高不下、全球原油库存较低支持原油估值。这使得当前静态供给回归无法有效体现在油价回落、宏观风险缓和这一逻辑上。

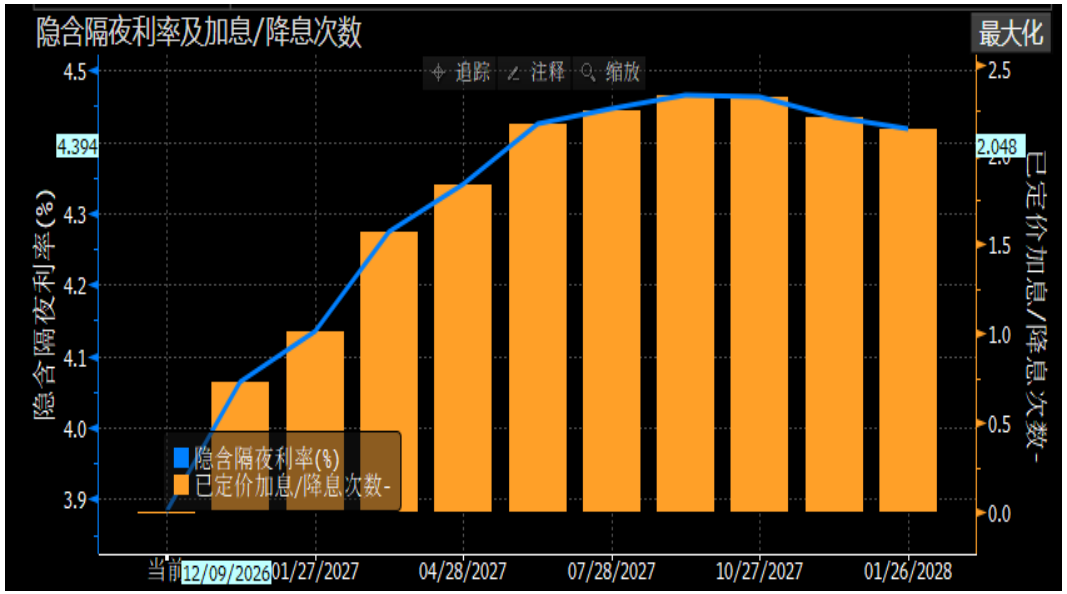
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

联储加息周期定价尚未结束，但空间亦有限

FOMC按兵不动，前方整体定价本轮加息周期不足两次，较9月底鹰派定价峰值已有所回落



FED隐含利率加/降息次数显示12月、3月加息后暂停，并在2027年Q3转为降息定价

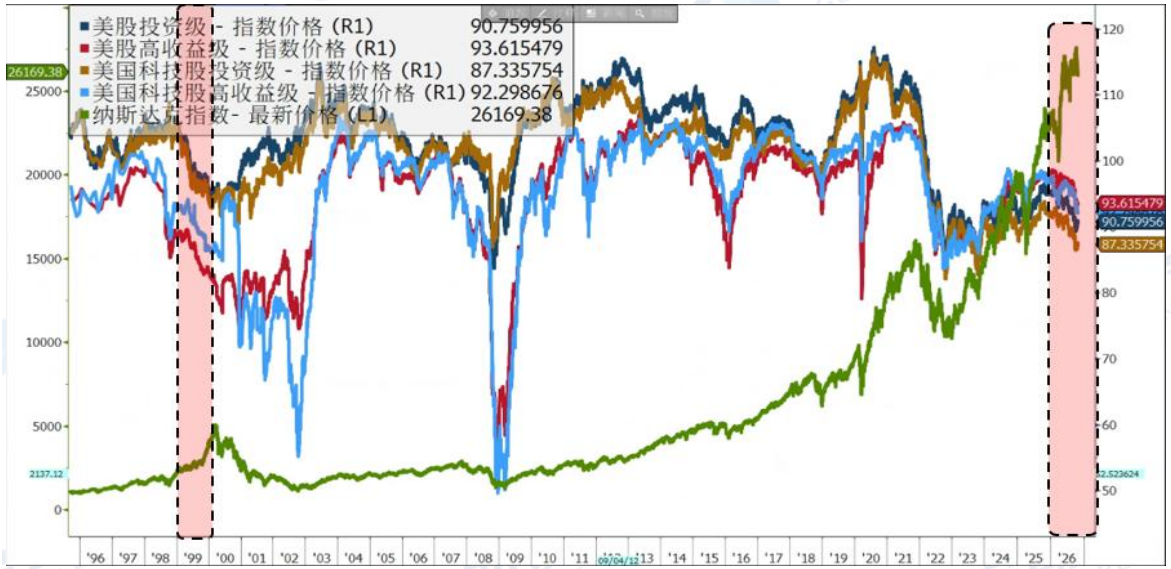


- 美联储加息周期定价尚未结束，不过从空间上看亦有限。当前FOMC10月按兵不动，整体看，前方整体定价本轮加息周期不足两次（50bp），货币政策本周期加息幅度较9月底鹰派定价峰值已有所回落，货币政策收紧预期“峰值已达”。
- 从曲线上看，FED隐含利率加/降息次数显示12月、3月加息后暂停，并在2027年Q3转为降息定价。这意味着远期看，联储从升息转为降息的定价终将发生。关注12月加息落地后，市场是否有提前交易加息尾声的可能性。

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

10月初以来看空美股：核心在对AI基本面定价隐含的非对称风险

25Q4以来海外信用市场率先定价Capex融资持续性与回报约束的风险，而海外权益市场定价明显隐含非对称风险



6-8月市场基本完成了对于“AI二阶导（增速）”反转的确认，9月以来对于“AI一阶导（增长）”反转在预期层面的质疑亦有所加深



- **我们自10月初以来持续看空美股的底层逻辑：核心在于对AI基本面定价隐含的非对称风险尚未出清，利好阈值抬升而利空阈值降低**
- 自2025Q4开始，“AI交易”的风险点逐步浮出，我们大致构建了对AI产业风险定位的框架：①一阶段（杀估值）是在AI下游商业化“增速”见顶放缓后对“AI二阶导”反转的确认（对应6-8月全球科技板块调整的底层逻辑）；②二阶段是在中游CSP投资回报率回落&自由现金流转负&债务融资信用风险攀升背景下对于远期Capex持续性预期层面质疑的加深（对应9月以来海外股债背离加深的底层逻辑）；③三阶段（杀业绩）是在上游硬件价格松动、上游营收和盈利“增长”见顶回落后对于“AI一阶导”反转的确认（尚未出现，但风险随时间累积）。

资料来源：彭博，国泰君安期货研究

Special report on Guotai Junan Futures

昨夜（11.5）美股大跌催化：民主党横扫强化AI监管担忧

美国AI监管风险发酵：关键事件时间线

截至2026年11月6日

9月23日 — 立法：S.5493：目前处于Introduced"状态，尚未通过委员会审议

桑德斯向参议院提出《2026年禁止人工超级智能法案》，主张暂停先进AI研发、设立联邦监管机构并禁止人工超级智能（ASI）

9月24日 — 立法：H.R.10538：目前处于Introduced"状态，尚未通过委员会审议

卡萨尔等向众议院提交配套法案

11月3日 — 地方监管：中期选举推动数据中心监管议题升温

Gina Hinojosa（得州）、Keisha Lance Bottoms（佐治亚州）、Amy Acton（俄亥俄州）赢得州长选举；此前三人均曾主张限制或暂停新建数据中心

11月4日 — 政治表态：民主党表态升级

民主党众议员安萨里在X平台发文公开呼吁将暂停先进AI研发、加强监管及禁止人工超级智能列入优先议程。

11月5日 — 政策讨论：监管讨论继续扩围

美国中左翼科技政策组织Chamber of Progress向国会民主党领导层提交2027年科技政策建议，呼吁建立联邦AI安全标准，加强先进模型透明度、安全评估及事故报告要求，同时主张强化数据中心能源与社区成本约束

当前判断

联邦法案仍处于早期阶段，尚未通过委员会审议；监管议题已由模型安全延伸至数据中心建设、能源、环保与税收政策，成为短期AI资本开支周期的重要扰动变量。

- **昨夜美股大跌的驱动：**美股尚未充分消化AI基本面隐含风险的基本盘下天然对于利空敏感，本周民主党横扫强化AI监管的担忧持续发酵（左图），叠加高通等科技巨头财报不及预期进一步强化AI基建周期属性构成昨夜美股大跌催化。

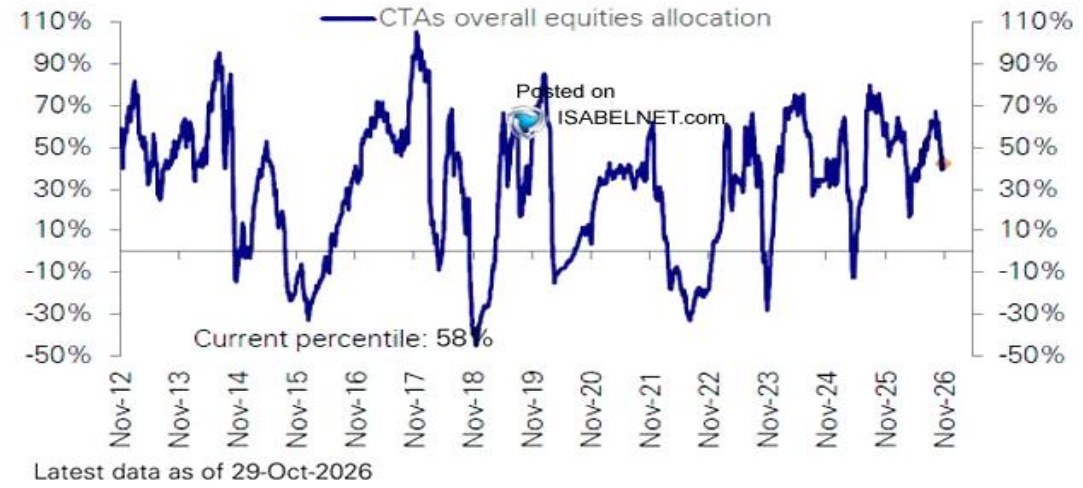
- **对于《ASI Prohibition Act of 2026》短期情绪宣泄成分或大于实质性的影响：**11月4日，作为《2026年禁止人工超级智能法案》联合提案人的安萨里再次公开呼吁，将暂停先进AI研发、加强行业监管及禁止ASI列为民主党的优先议程。当前，该法案处于初始立法阶段、尚未通过委员会审议，不宜过度线性外推，且联邦立法仍受到总统否决权制约。

- **地方层面对于数据中心潜在的（电力、环保、拿地）约束可能是更为实质性的影响：**民主党横扫可能会导致更严格的监管、更漫长的审批周期，以及对电力消耗、环境影响、税收优惠和公用事业成本更严格的审查。所有这些都会推高数据中心的建设成本。

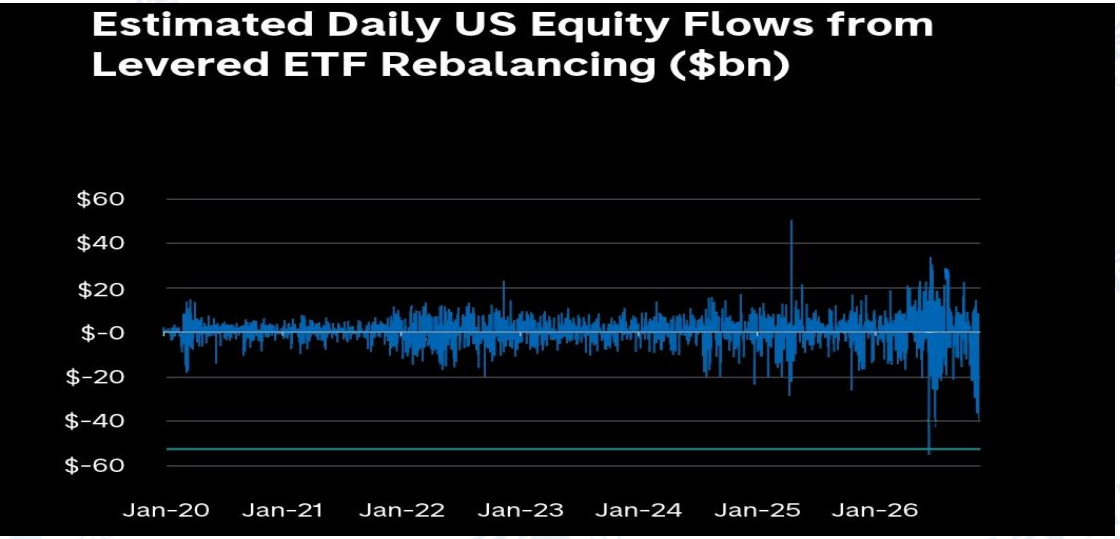
资料来源：公开资料搜集，国泰君安期货研究

资金面：构成昨夜美股大跌的放大器

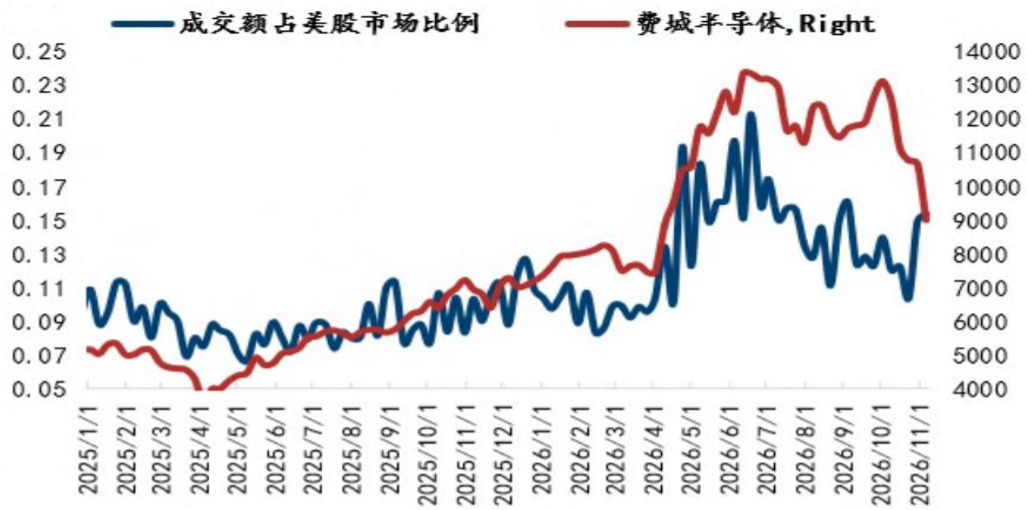
本轮下跌前，美股CTA仓位水位整体偏高，昨夜触发大规模CTA抛售

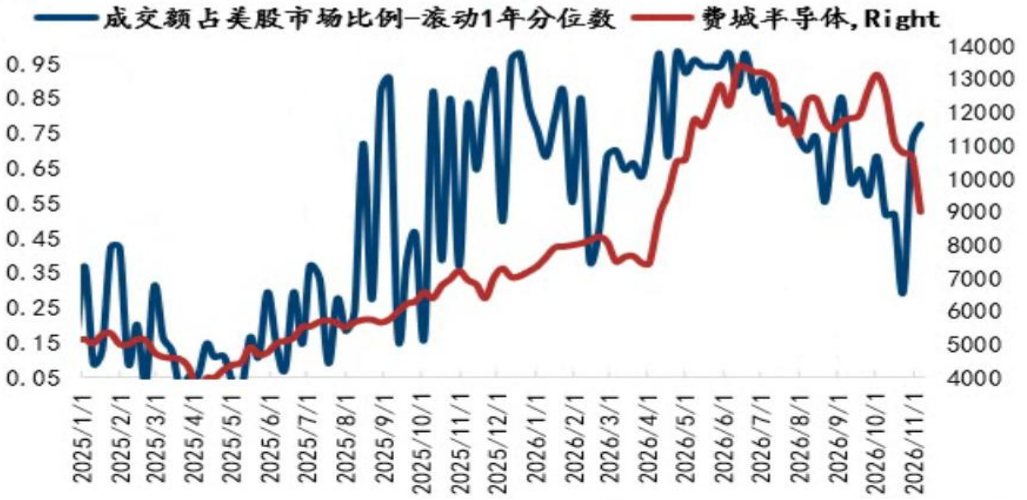


杠杆ETF在市场下跌时被动机械式的卖出进一步强化下跌螺旋



美股硬件板块成交额集中度仍然偏向拥挤，筹码结构集中度较高



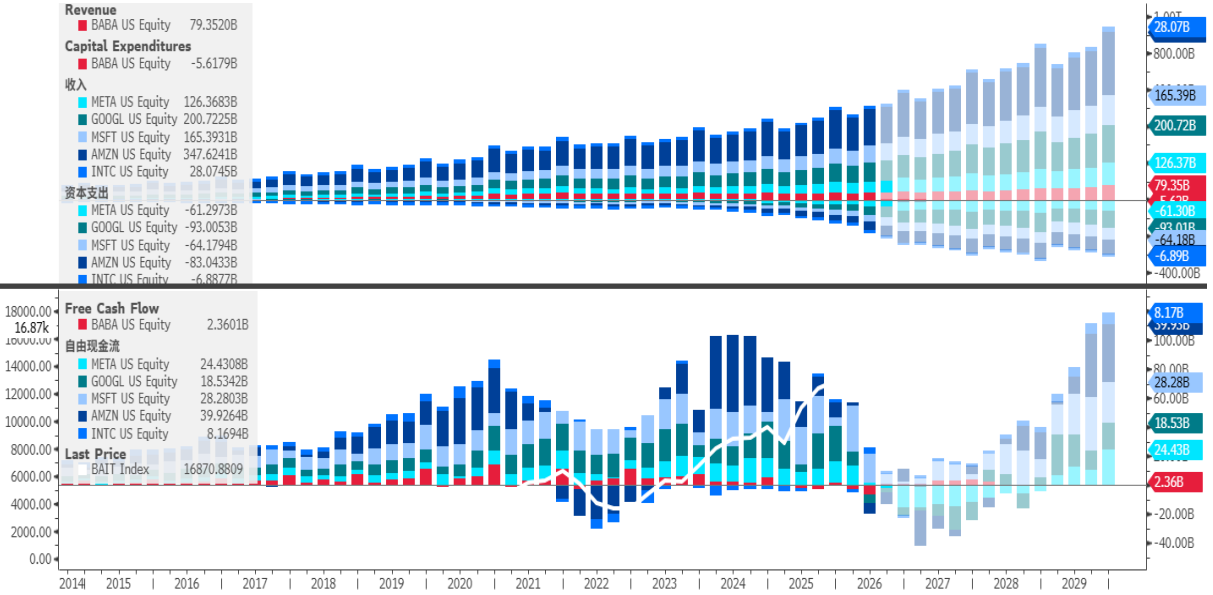


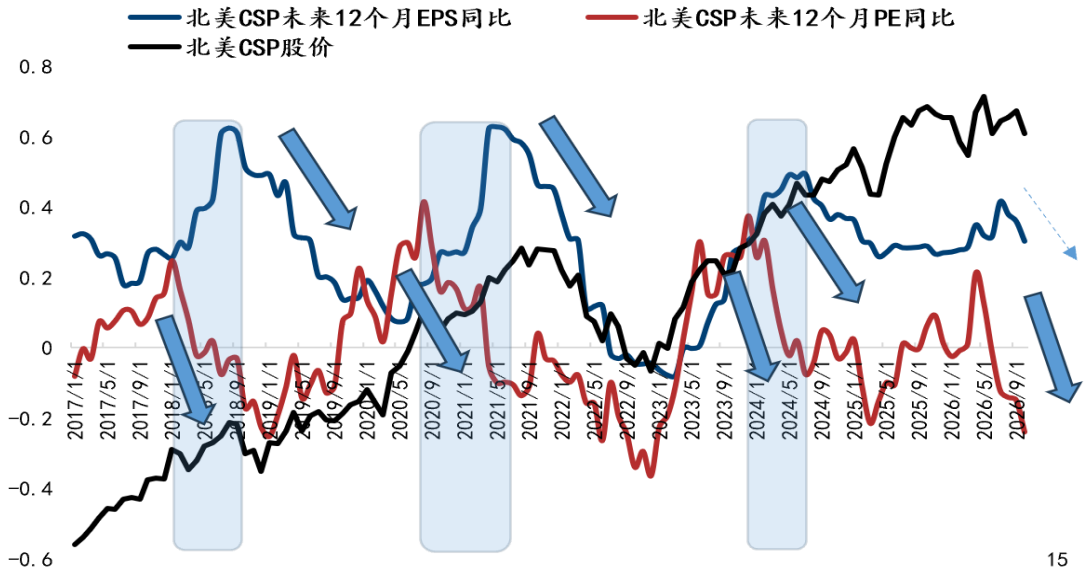
资料来源：彭博、Deutsche Bank Asset Allocation、Morgan Stanley，国泰君安期货研究

增长在行业的维度：中长期看，财务压力将持续至2027年

全球主要AI投资方在收入、资本开支和自由现金流趋势，显示财务压力趋势仍旧在延续，2026Q4至2027年自由现金流进入负值区域，意味着中长期看财务压力将持续至2027年，在此背景下，AI板块料将延续中长期基本面压力，并且对宏观环境要求较高（对利率、地缘等敏感度提升），当前，AI融资呈现资本开支延续、负债压力增大，若持续财务压力若使得负债压力最终从部分公司传导至整体投资方，并兑现资本开支放缓，则AI风险将会从一阶段下游、二阶段中游向三阶段上游硬件传导。

若2027年下游未大规模兑现商业化场景，AI基建定价重回周期股叙事（先杀估值，而后面临业绩下修的压力）。历史经验，北美CSP估值下修往往领先盈利下修周期1-3季度。展望2027年，中性假设下北美AI基建股盈利降速将逐步兑现，构成我们中期看淡美股的底层逻辑

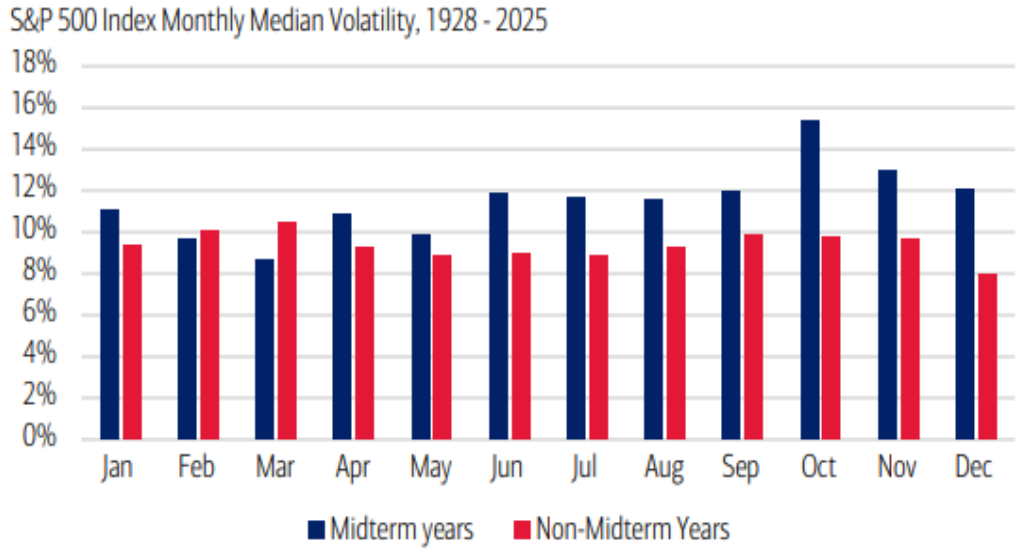




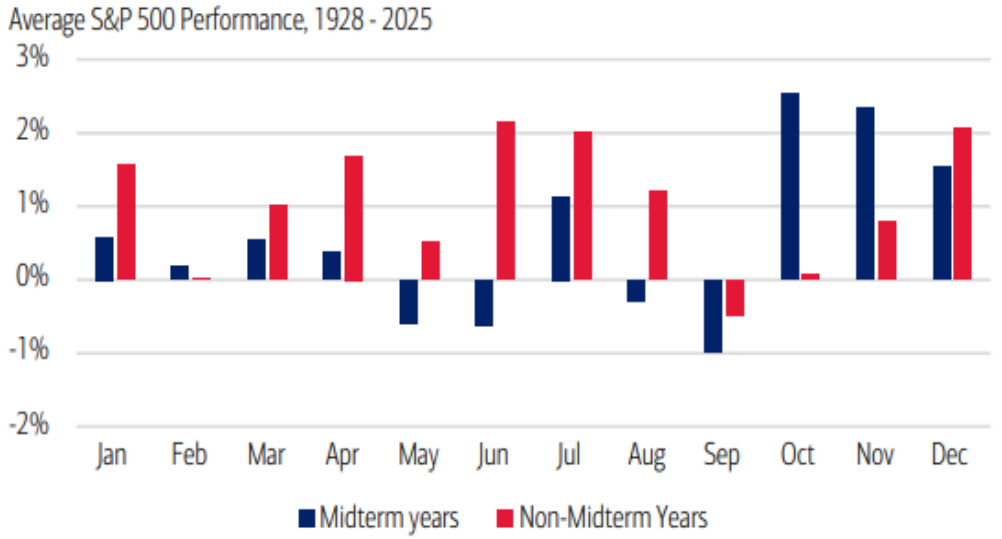
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

政治噪音不改基本面逻辑，但可把握节奏统计规律

中期选举年和非选举年月度标普指数平均波动率



中期选举年和非选举年月度标普指数平均涨跌幅



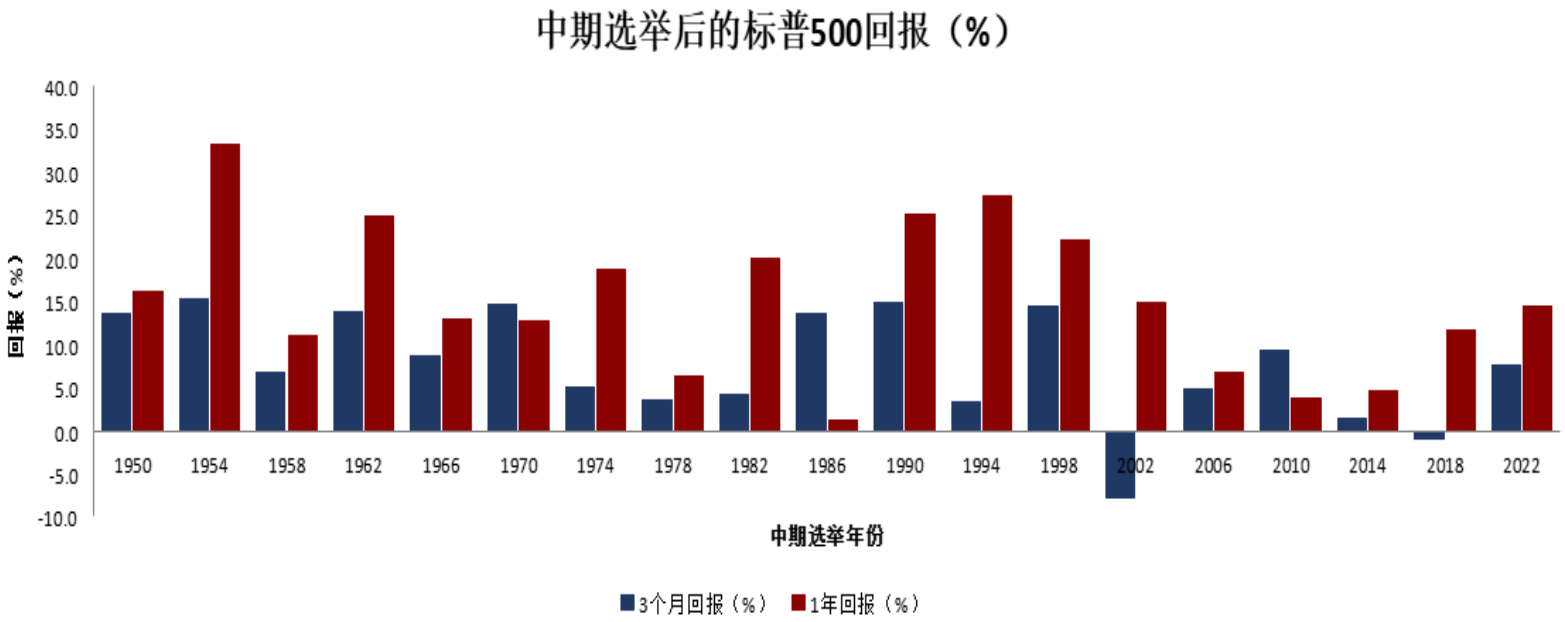
- 从历史规律上看，大选年表现往往逊色于非大选年，市场波动率系统性高于非选举。统计自1928年以来中期选举年标普指数月度平均涨跌幅显示选举年标普的平均波动率高于非选举年，其中9、10月份波动率显著走高，11月波动率回落。在选举年呈现出较强的节奏规律——中期选举年呈现出“Q3承压、Q4反弹”的典型格局。

资料来源：Bloomberg，BofA，国泰君安期货研究

政治噪音不改基本面逻辑，但可把握节奏统计规律

从历史统计上看，党派胜负、白宫与国会是否分裂对股票市场而言皆非主要逻辑，政治不确定性落地后，未来3-12月表现录正收益较大

中期选举年份	3个月回报（%）	1年回报（%）
1950	13.6	16.2
1954	15.2	33.2
1958	6.8	11.1
1962	13.8	24.8
1966	8.7	12.9
1970	14.7	12.7
1974	5.1	18.7
1978	3.5	6.4
1982	4.2	19.9
1986	13.6	1.1
1990	14.9	25.1
1994	3.3	27.1
1998	14.5	22.0
2002	-7.8	14.9
2006	4.9	6.7
2010	9.3	3.7
2014	1.5	4.5
2018	-0.9	11.7
2022	7.6	14.5



- 最值得关注的或许是中期选举后的市场表现。从历史统计上看，党派胜负、白宫与国会是否分裂对股票市场而言皆非主要逻辑，政治不确定性落地后，统计规律往往显示大选结束后一个季度时间股票上涨概率较高。 若取二战后1950年以后样本，选举后3个月、6个月和12个月的正收益概率较高，中期选举结束后12个月平均回报分别达18.3%。

资料来源：Bloomberg，BofA，国泰君安期货研究

中选后，宏观主线逻辑及大类资产配置策略建议

- **宏观背景和主线逻辑：经济结构分化延续、指数层面和景气度资产风险衡量不一、三大宏观风险尚未本质性出清，整体配置策略宜更为谨慎，重视均衡配置和强弱对冲。**
  - 全球经济增速相对稳定，但“K型分化”特性延续甚至有所加剧，海外看投资、生产强于消费，国内看外需和生产强于内需消费，总量韧性背景下，AI产业作为增长中最重要的一环，其边际增速成为市场博弈重点。
  - 三大风险：1）地缘-原油-通胀风险：中东地缘局势难言本质性缓和，尽管供给有所回归，但仍有其脆弱性，同时柴油、汽油等成品油价格仍旧偏高，原油低库存现状亦支撑其估值。中长期中选后地缘升级于美国内部压力提升，赔率上看原油支持高位回落，但后续持续挤出地缘溢价仍旧看中东局势是否实质性改善。
  - 2）产业增长持续性考验：①一阶段（杀估值）是在AI下游商业化“增速”见顶放缓后对“AI二阶导”反转的确认（对应6-8月全球科技板块调整的底层逻辑）；②二阶段是在中游CSP投资回报率回落&自由现金流转负&债务融资信用风险攀升背景下对于远期Capex持续性**预期层面质疑的加深**（对应9月以来海外股债背离加深的底层逻辑）；③三阶段（杀业绩）是在上游硬件价格松动、上游营收和盈利“增长”见顶回落后对于“AI一阶导”**反转现实端的确认**（尚未出现，但兑现的风险随时间累积增加）。
  - 3）宏观流动性边际变化，货币政策定价鹰派峰值回落：前方整体定价本轮加息周期不足两次（50bp），货币政策本周期加息幅度较9月底鹰派定价峰值已有所回落，货币政策收紧预期“峰值已达”。而股债同源，若增长最终存风险，长债具备配置价值，前期空股多债观点兑现，当前股票+短久期国债+增配长久期国债均衡配置

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

免责申明

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

国泰君安期货
GUOTAI JUNAN FUTURES

THANK YOU

FOR WATCHING