下载日志已记录，仅供内部参考

中期选举前特朗普可能的政策组合及中选前后市场复盘

——政策专题（0903）

专题报告

美国中期选举即将进入关键冲刺期。我们分析了当前两院选情及不同结果对特朗普后半任期执政空间的影响，并进一步推演中选前特朗普可能的政策组合，复盘中选前后大类资产与行业表现。

- **美国中期选举为何重要？**中期选举将改选全部 435 个众议院席位和约三分之一参议院席位。若共和党失去众议院，特朗普在税收、拨款和立法议程上的主动权将明显下降，国会调查和弹劾压力也将上升；若失去参议院，人事任命、司法布局及重要法案推进将受到更强制约。若两院同时失守，特朗普后半任期的立法和人事安排将全面承压，政策重心可能更多转向行政命令、关税及外交等对国会依赖较低的领域。

- **中期选举选情分析及情景推演。**当前众议院易主风险明显高于参议院，基准情形仍是分裂国会，但参议院已经接近五五开。截至 9 月 3 日，政治预测市场显示，民主党取得众议院控制权的概率约 84%，而共和党控制参议院的概率约 51%，参议院胜负较为胶着。我们据此将共和党失去众议院、参议院控制权胶着视为基准情形，将两院均失守视为风险情形。**失去众议院意味着特朗普将失去众议院立法议程和税收、拨款等财政议题上的主动权，同时民主党将掌握委员会、调查、听证和弹劾发起权，特朗普后半任期的内政推进将受到明显制约。若共和党进一步失去参议院，则高级官员和联邦法官任命、重要法案推进也将受到更强约束；同时，若众议院启动弹劾程序且参议院最终达到三分之二定罪门槛，特朗普将面临被免职下台的现实风险。**

- **中期选举前，特朗普可能采取的政策组合。货币方面，**单纯从特朗普自身的中选诉求看，其更希望看到金融条件呈现先紧后松的节奏，**换句话说他更希望联储先鹰后鸽**：前期维持相对偏紧的政策预期有利于约束通胀，而进入 10 月冲刺期后则更希望避免超预期紧缩对权益市场形成冲击；但美联储独立决策，Jackson Hole 后市场已重新计入较高的 9 月加息概率，特朗普的政策偏好并不等同于美联储实际路径。**财政方面，**从历史来看，中选前停摆概率不大，中选后停摆概率上升。从最新情况来看，9 月 2 日特朗普已签署临时拨款法案，将联邦政府资金延长至 12 月 11 日，中选前政府停摆风险已经实质后移至选后。**中美方面，**美方已公开提出 9 月 24 日中方领导人访美安排，5 月中美经贸磋商已在关税安排、贸易和投资理事会、农产品市场准入、双向贸易及飞机采购等领域形成初步成果。考虑到中选前稳定通胀以及农业州、制造业选举诉求，我们认为会晤前中美关系全面升级的概率相对有限。从行情表现来看，**我们复盘了中美元首会晤前后的市场走势发现，会面前市场往往提前交易中美关系改善及合作预期，会面前后短期走势整体相对平稳；会面后约一个月，行情开始明显分化，单次会晤带来的预期影响逐步衰减，**市场重新回归国内基本面、政策和流动性定价。

- **中选前后市场行情复盘。**历史复盘来看，中期选举前后存在较为明显的风

相关报告

1、《8 月国内外重要政策回顾及 9 月展望———国内外政策月报（202609）》2026-09-01

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

险偏好周期，转折点主要出现在中选前一个月，也就是 10 月左右。

我们复盘 1970 年以来历次美国中期选举，**整体来看，中选前 3 至 6 个月全球风险资产表现偏弱，进入 10 月后上涨胜率和平均收益普遍改善**，中选落地后三至六个月进一步走强。美股规律最为稳定，纳斯达克、标普 500 和罗素 2000 在中选前 3 至 6 个月整体表现偏弱，其中前 6 个月平均收益分别为-3%、0%和-4%；进入中选前 1 个月，也就是 10 月后，三大指数明显转强，上涨概率分别升至 64%、73%和 75%，平均收益分别达到 5%、4%和 4%。

行业层面，中选前较早阶段美股医疗保健相对占优，**临近中选后市场逐步由防御转向进攻，**信息技术、金融、工业等成长及顺周期方向改善，其中信息技术表现最为突出，中选后三个月和后半年平均收益分别达到 10%和 15%。

商品方面，能源在中选前表现偏弱，主因控制油价、缓解通胀通常是执政党在选举前的重要政策诉求；贵金属相对占优，主因中选前政治及政策不确定性偏高，避险需求相对较强。

- **风险提示：地缘冲突升级与通胀反弹风险、海外政策不确定性风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 中期选举为何重要？ 5
1、何为中期选举 5
2、中期选举流程 7
3、中期选举对于执政的意义 8
二、中期选举选情分析 9
1、市场普遍认为共和党将失去众议院、控制参议院 9
三、中期选举后情形推演 11
1、基准情形：失去众议院、保住参议院 11
2、极端情形：失去两院 12
四、中期选举前特朗普可能的政策选择 14
1、货币：特朗普或希望联储先鹰后鸽—前期压通胀，后期稳市场 14
2、财政：中选前停摆概率不大 15
3、中美：会晤前风险不大 17
五、中期选举前后，市场行情有什么特征？ 19
1、大类资产表现如何？ 19
2、美股行业表现呈现怎样的特征？ 20

图表目录

图 1 美国中期选举关键时间窗口 7
图 2 共和党参议院预测胜率为 51.1% 9
图 3 民主党众议院预测胜率为 84.1% 9
图 4 共和党在参议院胜率震荡下行 10
图 5 民主党在众议院优势明显 10
图 6 中选失利后，总统往往签署更多行政令 13
图 7 特朗普目前在通胀议题上支持率最低 14
图 8 中选前一个月，美股风险资产往往转涨 15
图 9 鲍威尔激进鹰派表态后，标普 500 随即大幅下跌 15
图 10 中美元首会晤前后市场走势 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11 中期选举前后各类资产上涨概率 19
图 12 中期选举前后各类资产平均收益水平 19
图 13 中期选举前后，不同类型资产走势情况 20
图 14 中期选举前后，美股不同行业上涨情况 21

表 1 美国中期选举的主要内容 5
表 2 众议院参议院主要职能以及对特朗普的影响 5
表 3 2026 年参众两院重点竞争席位及主要观察点 6
表 4 特朗普第一任期重大事件回顾 8
表 5 Election Betting Odds 对五大市场加权计算得出预测概率，具有较强参考价值 9
表 6 面对分裂国会，总统更加依赖行政命令，重视外交和贸易领域 11
表 7 若民主党弹劾特朗普，或将从以下指控入手 11
表 8 失去两院，总统的内政议程全面受阻、倾向于在外交、军事领域寻求突破 12
表 9 中选前半年发生的停摆持续时间往往较短 16
表 10：5 月一揽子成果 18

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 中期选举为何重要?

1、何为中期选举

美国中期选举在总统四年任期过半时举行，主要涉及国会的两院选举，众议院 435 个席位全部改选，参议院一般改选约三分之一。

截至 9 月 2 日，共和党仍同时控制参众两院。众议院方面，众议院全部 435 席选出后，取得多数所需门槛为 218 席，民主党若要达到 218 席，需要在现有 214 席基础上净增 4 席。参议院方面，民主党阵营若要在共和党副总统掌握平票裁决权的情况下取得控制权，则需要由目前 47 席（2 名独立议员计入民主党阵营）净增 4 席至 51 席。

表 1 美国中期选举的主要内容

选举层级	选举对象	改选范围或产生方式	任期及主要特点
联邦选举	众议院	435 个席位全部改选；各州席位按照人口分配，每个选区选出 1 名众议员	任期 2 年，对短期民意变化较为敏感
	参议院	每次改选约三分之一席位，2026 年预计改选 35 席；每州固定选出 2 名参议员	任期 6 年，改选节奏慢于众议院
州级选举	州长	由各州选民直接投票选出	多数州州长任期为 4 年，具体规定因州而异
地方选举	地方行政长官与立法机构	选举市长、县级行政长官以及州和地方议会议员等	选举方式和任期由各州及地方政府规定

资料来源：美国国会、各州选举规定、招商证券

众议院独享税收收入法案的发起权，并在拨款、预算等财政议程中具有关键作用。此外，众议院也享有立法议程和国会调查等权力。而参议院掌握着人事任命、司法布局和重大法案审议等权力。具体而言，内阁成员、重要行政官员、驻外大使、美联储成员和联邦法官都要经过参议院确认，众议院通过的法案也要经过参议院才能送交总统签署。正式条约需要三分之二参议员同意。因此，参议院不仅关系到法案能否通过，也关系到总统能否维持政府人事安排和长期司法布局。

对特朗普而言，两院失守带来的影响并不一样。具体而言，如果特朗普失去众议院，最先受到影响的将是国内政策和预算安排。税收和拨款法案通常需要先经过众议院。民主党控制众议院后，既可以阻止白宫推动法案，也可以通过听证、传票和调查向政府施压；如果特朗普失去参议院，他面临的主要问题将转向人事任命和司法布局。民主党可以拖延甚至否决部分高级官员和联邦法官提名，特朗普也更难通过需要参议院支持的重要法案。因此，共和党既需要守住参议院，也不能在众议院竞争选区中失去过多席位。

表 2 众议院参议院主要职能以及对特朗普的影响

比较项目	参议院	众议院
当前控制权	共和党控制，R53-D45-2（独立议员）	共和党控制，R218-D214-1（独立议员）
本次改选范围	改选 35 席，占全部 100 席的 35%	435 席全部改选
控制权门槛	51 席；民主党需要净增 4 席（2 名独立议员计入民主党阵营）	218 席
常规改选与特别选举	33 席常规改选，另有 2 席特别选举	全部为常规改选；部分空缺席位可能提前或同期补选
失守后最直接的影响	失去高级官员和联邦法官的确认通道；重要法案、预算以及弹劾审判也失去最后一道防线	失去财政法案的发起权和立法议程控制权；反对党可以启动高强度调查并提出弹劾条款
国内立法与财政	反对党可以阻止减税、移民、医疗、能源和产业政策法案，众议院通过的议案也可能止步参议院	税收法案由众议院发起，拨款、临时预算和债务上限通常也由众议院先行推动。失去众议院后，新减税、基建、医疗和移民改革更难落地

下载日志已记录，仅供内部参考

比较项目	参议院	众议院
人事、司法与行政体系	内阁成员、高级行政官员、独立监管机构负责人、美联储成员、驻外大使和联邦法官均需参议院确认。反对党控制参议院后，可以拖延甚至否决相关任命	众议院不负责确认任命，但可以通过限制拨款、举行听证和调查行政部门，对白宫施加压力
调查、监督与弹劾	参议院负责弹劾审判，总统被定罪和免职需要三分之二多数；委员会也可以举行听证，对行政部门进行监督	多数党控制委员会，可以发出传票、调取文件和举行听证；众议院还拥有提出弹劾条款的权力
外交与国家安全	正式条约需要三分之二参议员同意，大使和高级外交、安全官员也需参议院确认。参议院还可以通过制裁、援助、战争授权和国防预算约束白宫	众议院主要通过拨款权影响国防、对外援助、边境管理和国际组织经费，并可在相关法案中附加限制条件
对特朗普的主要影响	失去参议院后，法官任命、行政体系改造和政策长期化都会受到限制。关税、制裁、行政命令和外交谈判仍可使用，但较难转化为稳定法律或正式条约	失去众议院后，短期立法和财政主动权下降，预算僵局、政府停摆、国会调查和弹劾压力上升。只要共和党仍控制参议院，白宫仍可推进任命，并阻挡部分民主党法案

资料来源：美国政府、美国参议院、美国众议院、注释版美国宪法、招商证券

就目前选举情况来看，参议院选举对民主党来说并不轻松。进一步讲，民主党不仅要守住佐治亚州和密歇根州，还需要从共和党手中争取至少数个席位。缅因州和北卡罗来纳州是相对现实的突破口，阿拉斯加州和俄亥俄州则决定民主党能否把竞争范围扩大到共和党更有优势的地区。也就是说，民主党既不能失去现有席位，还要在多个类型不同的州取得进展。任何一场关键选举失利，都可能打乱其争取参议院多数的计划。

众议院选举更加分散，但真正决定结果的仍然是少数摇摆选区。例如，亚利桑那州第 1、第 6 选区主要反映边境和移民议题的影响，密歇根州第 7 选区更能体现制造业、汽车产业和关税政策的效果，纽约州、新泽西州和宾夕法尼亚州的竞争选区则更多受到生活成本和郊区中间选民态度影响。由于众议院多数优势较小，共和党即使守住大部分传统优势选区，只要在这些摇摆地区连续失去几个席位，也可能失去众议院控制权。

因此，观察 2026 年中期选举时，需要结合重点地区的候选人、竞选资金和地方议题进行判断。其中，候选人的个人形象会影响中间选民，资金流向可以看出两党准备把资源投向哪些地区，而当地选民最关心的问题则会影响竞选政策。将这些因素放在一起，才能进一步判断哪一院更可能发生控制权变化，以及特朗普后半任期可能受到多大程度的国会制约。

表 3 2026 年参众两院重点竞争席位及主要观察点

院别	重点州或选区	初选时间	选举特点	主要议题	重要性
参议院	佐治亚州	5 月 19 日，必要时 6 月 16 日举行决选	民主党需要防守的现有席位，两党竞争较为激烈	生活成本、医疗保障、就业和亚特兰大郊区选民态度	民主党如果失去该席位，争取参议院多数的难度将进一步上升
参议院	密歇根州	8 月 4 日	民主党现有的开放席位，缺少在任议员优势	汽车产业、制造业就业、工会、关税和贸易政策	既是民主党必须守住的席位，也可以反映工业州选民对特朗普经济政策的态度
参议院	缅因州	6 月 9 日	共和党需要在整体偏向民主党的州防守席位，候选人变化增加了不确定性	医疗保障、生活成本、联邦支出和温和选民态度	是民主党较有可能争取的共和党席位之一，对参议院控制权影响较大
参议院	北卡罗来纳州	3 月 3 日，必要时 5 月 12 日举行决选	共和党现有的开放席位，两党都没有在任议员优势	经济、医疗、教育以及城市和郊区选民变化	通常被视为民主党争取参议院席位的重要突破口
参议院	阿拉斯加州	8 月 18 日	共和党仍有传统优势，但选举竞争程度有所上升	石油和天然气开发、联邦土地政策及资源型就业	如果民主党在该州形成有效竞争，说明其争夺范围已经扩大到共和党优势州

下载日志已记录，仅供内部参考

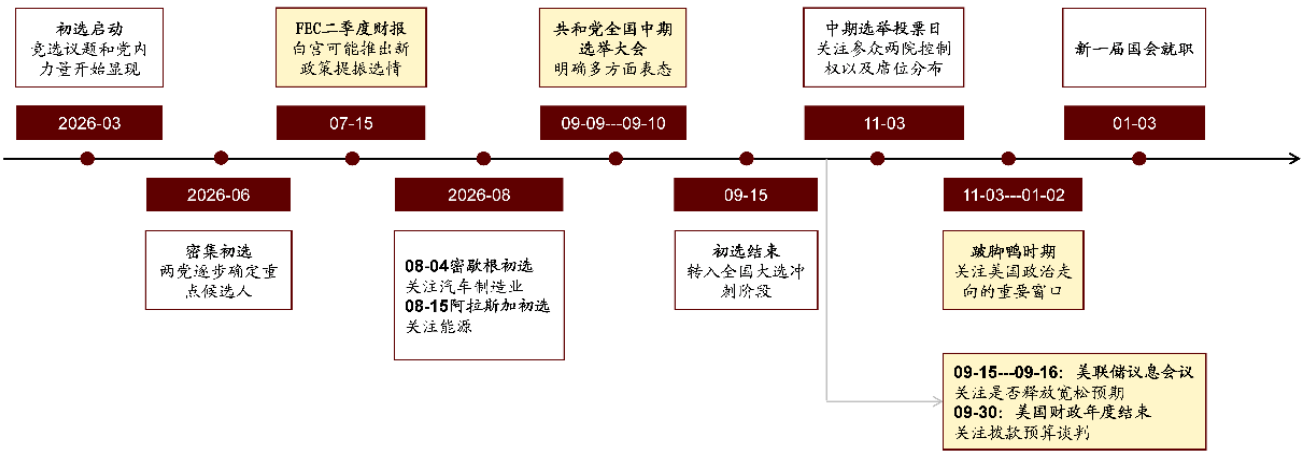
院别	重点州或选区	初选时间	选举特点	主要议题	重要性
参议院	俄亥俄州	5 月 5 日	共和党控制的席位，但民主党仍有一定竞争空间	制造业、能源、关税、就业和生活成本	可以反映特朗普的贸易与产业政策在传统工业州是否仍有吸引力
众议院	亚利桑那州第 1、第 6 选区	7 月 21 日	两个选区的党派差距都不大，属于较典型的摇摆选区	边境治理、移民、住房成本、水资源和经济增长	两个席位集中在同一州，如果同时发生变化，可能明显改变众议院的席位差距
众议院	密歇根州第 7 选区	8 月 4 日	两党基础较为接近，容易受到全国政治环境影响	汽车制造、关税、工会和居民收入	可以观察工业州选民是否继续支持特朗普的制造业和贸易政策
众议院	新泽西州第 7 选区、纽约州第 17 选区	新泽西州 6 月 2 日；纽约州 6 月 23 日	共和党需要在民主党基础较强的东北部郊区防守席位	生活成本、税收、住房、医疗和郊区中间选民态度	如果共和党在东北部郊区连续失去席位，众议院多数优势可能很快被逆转
众议院	宾夕法尼亚州第 7、第 8 选区	5 月 19 日	两党支持率接近，是宾州较有代表性的竞争选区	制造业、能源、工会、物价和就业	宾夕法尼亚兼具工业州和摇摆州特征，也是观察特朗普政策支持度的重要地区

资料来源：各州选举官网、招商证券

2、中期选举流程

中期选举分为候选人报名与初选、两党全国代表大会与正式提名、全国普选竞选、以及最终投票日共四个阶段，从年初各州初选启动开始，到 11 月 3 日全国投票日结束。从当前来看，建议关注 9 月 9 日至 10 日共和党中期选举大会、9 月 15 日至 16 日 FOMC 会议、9 月 30 日联邦拨款期限以及 11 月 3 日投票。

图 1 美国中期选举关键时间窗口



资料来源：中期选举大纲、招商证券

11 月 3 日投票结束后，还需要重点关注两党最终领先多少席，以及新国会的委员会席位如何分配。如果多数党只领先一两个席位，少数议员的态度就可能影响预算和法案表决。此外，11 月初至次年 1 月初还是旧国会的“跛脚鸭”阶段，这也是关注美国政治走向的重要窗口，现任议员仍可能处理拨款、债务上限和到期法案。直到新一届国会在次年 1 月 3 日就职，中期选举对政策的影响才会真正表现出来。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、中期选举对于执政的意义

2026 年中期选举真正决定的是特朗普在后半任期还能以什么方式执政，也就是说两院控制权决定特朗普后半任期的执政空间。

以特朗普第一任期为例。在 2018 年中期选举民主党拿下众议院后，美国从统一政府转向两院分治，自那以后特朗普政府就受到极大的制约。具体而言，众议院易主后，特朗普仍然可以提出政策，也保留行政命令等工具，再想推动类似规模的新法案就困难得多。民主党不仅能在全院表决中反对共和党议案，还掌握了委员会主席、听证安排和法案排期。白宫可以继续提出政策，但很难决定众议院的结果，也不容易拿到新增拨款，难以出台新政。

两院分治后，预算问题也变得更难解决。例如，政府停摆从 2018 年末持续到 2019 年初，共 35 天。特朗普政府坚持为边境墙争取资金，民主党控制的众议院不愿接受，双方又未能在临时拨款到期前达成协议，部分政府部门只好停摆。此外，国会调查和弹劾压力也随之增加。民主党控制众议院后，可以利用委员会发出传票、举行听证并要求行政部门提交文件，众议院还拥有提出弹劾条款的权力。2019 年 12 月，众议院通过了与“乌克兰电话门”有关的弹劾条款。白宫不得不把精力放在法律应对上。特朗普后来两次遭到众议院弹劾，说明失去众议院会明显增加总统的政治压力。

不过，共和党在 2018 年参议院选举中增加了 2 席，所以特朗普并没有失去所有国会支持。具体来讲，他仍然可以推动联邦法官和重要官员任命，参议院也能拦下民主党众议院通过的部分法案。弹劾同样需要经过参议院审判，而且定罪要达到三分之二多数。也就是说，众议院可以发起弹劾，却不能单独把总统免职。特朗普在立法和预算上受到更大限制，但行政权、人事任命和参议院的支持仍然保留。

表 4 特朗普第一任期重大事件回顾

时间	事件	影响
2017-01	2017 年 1 月 20 日，特朗普宣誓就任美国第 45 任总统	“美国优先”从竞选口号转为执政主线，市场开始关注减税、放松监管和贸易保护政策
2017-01	特朗普上任次日签署行政令，履行竞选核心承诺，宣布退出 TPP	重创全球多边自由贸易共识，掀起全球双边化、区域化浪潮，贸易保护主义抬头
2017-06	美国总统特朗普在白宫玫瑰园宣布退出《巴黎协定》	削弱全球气候治理，放大欧美气候政策分歧，拖累全球控温目标推进
2017-12	《减税与就业法案》于 2017 年 12 月 22 日正式成为法律	企业所得税税率降至 21%，改善企业盈利预期，但也增加了市场对财政赤字的关注
2018-03	美国宣布对进口钢铁和铝产品分别加征 25%和 10%的关税	美国贸易政策明显转向保护主义，制造业、农业州及对外贸易成为中期选举的重要议题
2018-11	民主党在中期选举后夺得众议院多数，共和党继续控制参议院	美国由统一政府转为分裂政府，特朗普推动新法案和财政政策的难度上升
2018-12—2019-01	由于拨款谈判未能达成一致，美国联邦政府部分停摆 35 天	两党在边境墙和政府预算问题上的矛盾加剧，部分政府部门运转受到影响
2019-12	众议院通过针对特朗普的两项弹劾条款	国会调查和两党斗争升级，白宫需要投入更多精力处理弹劾程序

资料来源：美联储、美国政府、美国参议院、美国众议院、美国政府问责局、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、中期选举选情分析

准确把握当前的选情基本面，是推演后续政策路径的前提。目前来看，特朗普与共和党面临的选举环境较为严峻，整体呈现选票预期走弱和执政压力攀升的特征。一方面是国会控制权预期不佳。主流政治预测市场数据显示，共和党大概率会失去众议院、保住参议院。这意味着大选后易形成分裂国会格局。另一方面，经济与民生压力加剧。受制于通胀黏性和资产价格波动，我们构建的特朗普综合压力指数已经升至高位。

1、市场普遍认为共和党将失去众议院、控制参议院

现有研究表明，政治预测市场在预测选举方面往往比民调更为出色。一方面，投注者会考虑除民调外的重要因素，并且会以真金白银的行动践行自己的预测。另一方面，部分交易者可能掌握尚未公开的新信息，这也能被预测市场的价格反映。因此，政治预测市场集中了人群的智慧，可以较好地反映中期选举的胜率。

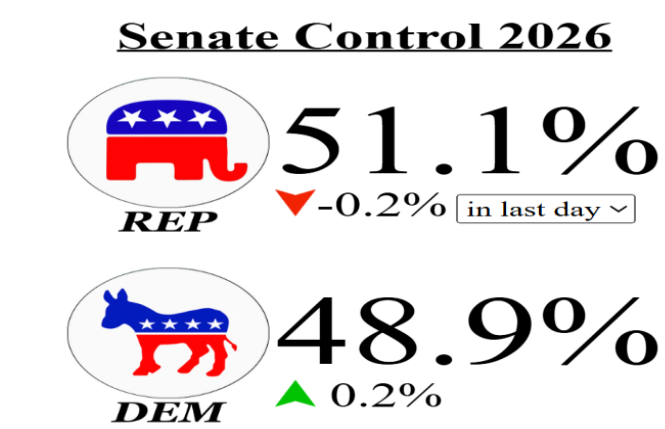
表 5 Election Betting Odds 对五大市场加权计算得出预测概率，具有较强参考价值

	性质	特点	优势
Betfair	英国传统博彩交易所，受英国 UKGC 监管	P2P 赔率撮合；海外传统资金及欧洲交易者	资金规模巨大，赔率中枢稳定，代表国际资金的交叉验证视角。
Smarkets	英国知名预测交易平台，受英国 UKGC 监管	低费率 P2P 撮合交易；英国及欧洲高频/量化博彩资金	政治事件盘口流动性充沛，买卖点差较窄，海外传统预测市场的有效补充。
PredictIt	学术研究型预测市场，受美国 CFTC 限制性豁免	设单合约 850 美元上限。美国本土散户与政治敏锐群体	剥离了机构大资金的挤压效应，反映美国本土草根选民的情绪走势。
Polymarket	去中心化预测市场，基于区块链/加密资产结算	USDC 全球撮合；全球加密资本偏好资金	资金容量极大，对突发政治新闻和地缘动态的定价反应迅速敏锐。
Kalshi	美国本土合规金融交易所，受美国 CFTC 完全监管	标准化事件合约交易，华尔街机构投资者与本土合规资金	机构化程度高，交易逻辑相对理性严谨。
Election BettingOdds	跨平台赔率加权聚合网站	实时抓取上述五大市场的底层数据，并按交易量赋权综合计算	有助于消除单一市场的样本偏差与资金偏好。

资料来源：Betfair、Smarkets、PredictIt、Polymarket、Kalshi、Election Betting Odds、招商证券

特朗普丢掉众议院、赢得参议院是目前市场的主流预期。我们采用 Election Betting Odds 的数据洞察当前市场对中期选举的预期。该网站选取了 Kalshi、Betfair、PredictIt、Smarkets 和 Polymarket 五个市场的实时赔率，加权计算得出预测概率，具有较强的参考价值。截至 2026 年 9 月 3 日，预测特朗普赢得参议院的概率为 51.1%；预测特朗普守住众议院的概率仅为 15.6%。

图 2 共和党参议院预测胜率为 51.1%



资料来源：Election Betting Odds（注：截至 2026 年按 9 月 3 日）

图 3 民主党众议院预测胜率为 84.1%



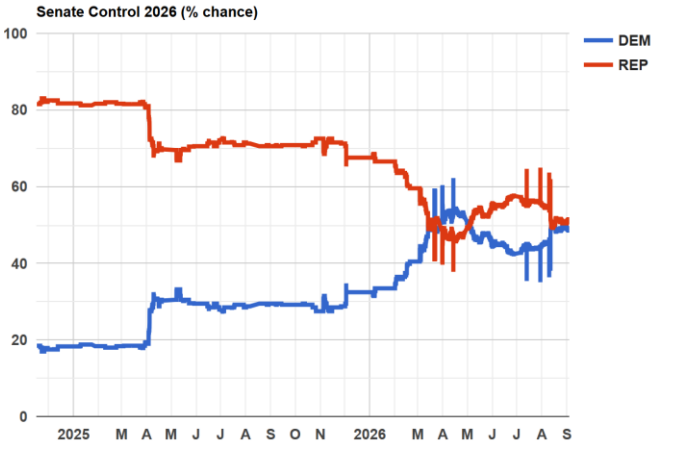
资料来源：Election Betting Odds（注：截至 2026 年 9 月 3 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

参议院方面，共和党胜率震荡下行，目前较为胶着。共和党胜率在 2025 年 4 月份受关税等影响，出现阶梯式暴跌，从近 80%降至 70%左右。自 2025 年底起，受内政及财政法案僵局、高通胀黏性等宏观预期变动影响，共和党胜率开启第二轮漫长的阴跌走势，胜率持续下滑。目前两党形势仍较为胶着，总体共和党略微占优。

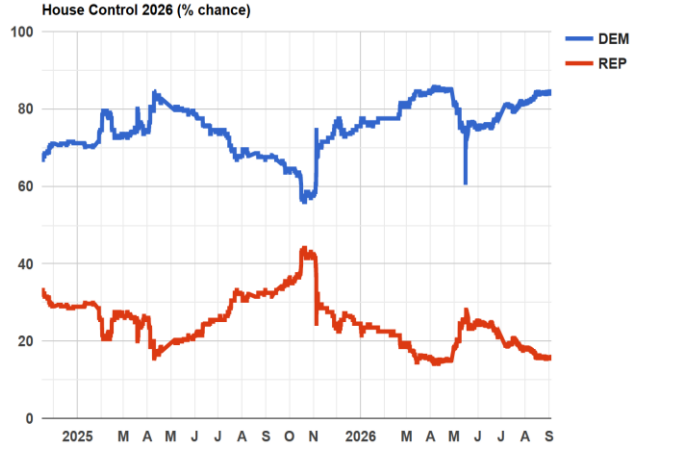
众议院方面，民主党目前优势明显，呈现显著单边态势。民主党胜率在 2025 年 11 月份受政府停摆冲击，出现短暂深跌，从 75%上方骤降至 60%左右。随着政府停摆结束，叠加共和党于地方选举中表现不佳，民主党胜率迅速反转并收复失地。自 2026 年初起，民主党胜率稳步上行，目前已占据 80%的绝对优势，共和党守住众议院的可能性渺茫。

图 4 共和党在参议院胜率震荡下行



资料来源：Election Betting Odds（注：截至 2026 年 9 月 3 日）

图 5 民主党在众议院优势明显



资料来源：Election Betting Odds（注：截至 2026 年 9 月 3 日）

从上文分析来看，无论是市场预期还是历史复盘，今年中期选举的最终结果大概率将指向共和党失去众议院、保住参议院的基准情景。关键看点在于特朗普是否能够保住参议院，避免导向两院尽失的极端情景。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、中期选举后情形推演

中期选举失利，不外乎两个情形。基准情形即失去/未夺回众议院，保住/夺回参议院；极端情形即失去/未夺回两院。面对这两个不同情形，总统的权力会受到不同程度的制约，因此往往会采取不同的施政方法、施政重心。我们分析了1970年以来中选失利的美国总统所采取的政策组合，希望以此为依据，对特朗普中选失利后的政策组合进行推演。

1、基准情形：失去众议院、保住参议院

针对失去众议院、保住参议院的基准情形，在中选后总统往往倾向于依赖行政命令，重视外交、贸易领域。总统的核心诉求在于保护既有政绩，尽量兑现竞选承诺，巩固基本盘，为连任或推举党内新人造势。根据美国宪法，众议院独享发起弹劾，发起征税、拨款等财政议案等权力，失去众议院会相当于丢掉“钱袋子”的主动权和弹劾的发起权，同时大大削弱立法的主导权。

历史上，失去众议院极大限制了总统剩余任期的施政空间。例如2010年，奥巴马失守众议院，内政推进严重受阻。他转而大规模使用行政特权推行DACA移民政策，并在债务上限等核心议题上被迫妥协。2022年，拜登失守众议院后，同样转向依赖行政命令推进议程，并利用参议院优势阻击反对党法案。在特朗普的第一任期中选失利后，他展现出了很强的单边行动倾向。2018年，特朗普失守众院、守住参院。他频繁绕开国会行事。为获取边境墙资金，他宣布国家进入紧急状态。同时，他积极利用关税工具，将政策重心转向无需国会审批的贸易领域。特朗普第一任期中选后的核心逻辑在于兑现竞选承诺，积极寻求连任，为总统大选造势。由于民主党掌握众议院的弹劾发起权，分别以“通乌门”事件，“煽动骚乱”为由两次对特朗普发起弹劾，均被参议院否决，但影响了特朗普的政治形象。

表6 面对分裂国会，总统更加依赖行政命令，重视外交和贸易领域

年份	总统	党派	结果	中选后的行动
2022	拜登	民主党	失守众院 守住参院	转向依赖行政命令以推进议程；同时利用参议院优势阻击反对党法案，并以否决权威胁为谈判筹码。核心是保护既有政绩并巩固基本盘，为连任造势。
2018	特朗普	共和党	失守众院 守住参院	通过宣布国家紧急状态绕过国会获取边境墙资金。利用关税等工具将政策重心转向贸易领域。核心是有强烈的连任需求，需要用单边行动兑现竞选承诺，为大选造势。
2010	奥巴马	民主党	失守众院 守住参院	一方面发起“We Can't Wait”倡议，大规模使用行政特权如DACA移民政策；在债务上限等议题上被迫与国会反对党进行部分妥协。他有明确的连任需求，行政权争取主动，立法权寻求底线交易，避免政府停摆。
1982	里根	共和党	守住参院 未夺回众院	在国内经济上向中间路线靠拢，与民主党合作增税减赤；同时在外交和军事领域加大冷战对抗力度。核心是为稳定经济、转移国内矛盾，为铺垫连任服务。

资料来源：Dave Manuel、招商证券

因此我们认为，若共和党失去众议院，特朗普政府可能更加依赖行政权，并将政策重心更多转向外交和贸易领域。在政治层面，民主党控制的众议院可能启动更密集的调查、听证或弹劾程序。2026年4月6日，康涅狄格州民主党众议员向众议院提出包含13项弹劾条款的H.Res.1155，并将其转交众议院司法委员会。决议提出人指控特朗普僭越国会战争权、违规部署国民警卫队，以及基于种族、族裔或政治立场非法拘留和驱逐公民及移民。需要强调的是，上述内容属于决议提出人的指控，并非国会或法院已经认定的事实。截至2026年8月11日，该决议仍停留在提出并转交司法委员会阶段，未见进一步程序行动。如果民主党取得众议院控制权，相关指控可能成为其开展调查或推动弹劾程序的议题来源。与此同时，减税、财政扩张和移民改革等立法议程将面临更大阻力，拨款和债务上限谈判也可能趋于激烈，促使白宫更多使用行政命令，但相关行政措施仍会受到法律授权和司法审查约束。

表7 若民主党弹劾特朗普，或将从以下指控入手

弹劾条款	指控内容
1. 战争权、谋杀与海盗行为	僭越国会的战争权，对委内瑞拉、伊朗等地发动未获授权的军事行动。

下载日志已记录，仅供内部参考

弹劾条款	指控内容
2. 国内执法军事化	违规部署国民警卫队，以军事力量干预国内事务。
3. 违宪拘留与驱逐	基于种族、族裔或政治立场对公民和移民进行非法拘留与驱逐。
4. 报复宪法保护的言论或结社	利用公权力，对受美国宪法第一修正案保护的合法言论与集会进行打击报复。
5. 滥用赦免权，破坏法治	广泛且不当地使用总统特赦权，破坏司法独立与国家法治根基。
6. 非法削弱民生与环保项目	违规撤资或破坏旨在保护消费者、弱势群体、劳工及环境的联邦计划。
7. 僭越国会财政大权	无视国会的“钱袋子”权力，未经立法机构批准非法挪用联邦预算。
8. 藐视国会，建立秘密政府	拒绝配合国会的合法监督与调查，试图建立不受立法机构制约的执政体系。
9. 扭曲执法以迫害政敌及包庇盟友	将司法和执法机构武器化，专门用于打击政治对手并为政治盟友谋利。
10. 暂停或废除法律适用	无视总统“忠实执行法律”宪法义务，擅自停止、阻碍或废除已有法律的执行。
11. 无视第十四修正案第一款	违背宪法“平等保护”条款，实质性侵犯公民本应享有的平等法律权利。
12. 虚构国家紧急状态	以外交或内政的虚假理由滥行宣布国家紧急状态，从而攫取及滥用紧急权力。
13. 违反国内与国外薪酬条款	违背宪法中的反腐败薪酬条款，利用总统职务之便获取非法的个人或商业利益。

资料来源：美国国会、招商证券

2、极端情形：失去两院

针对失去两院的情形，总统的内政议程往往全面受阻，且有被弹劾下台的可能，因而转向外交，希望留下政治遗产。

历史上，失去两院的总统在他的剩下两年任期里面临着政治高压和施政困难。例如 1994 年，克林顿失守两院。他被迫实施“三角策略”，在福利改革与平衡预算上大幅让步。其否决了共和党的大规模税收支出方案，其间引发两次政府停摆；将注意力转向外交，希望兑现竞选承诺，着力推动北爱尔兰和平。失去两院还意味着总统要疲于应对反对党发起的调查、听证和弹劾。以 2006 年小布什政府为例。在中选失守两院后，小布什面临由民主党主导的数十次高强度调查与听证。在空前的政治高压下，小布什被迫解雇了时任国防部长拉姆斯菲尔德。他被迫绕过国会，增兵伊拉克试图扭转战局，希望扭转民意。

表 8 失去两院，总统的内政议程全面受阻、倾向于在外交、军事领域寻求突破

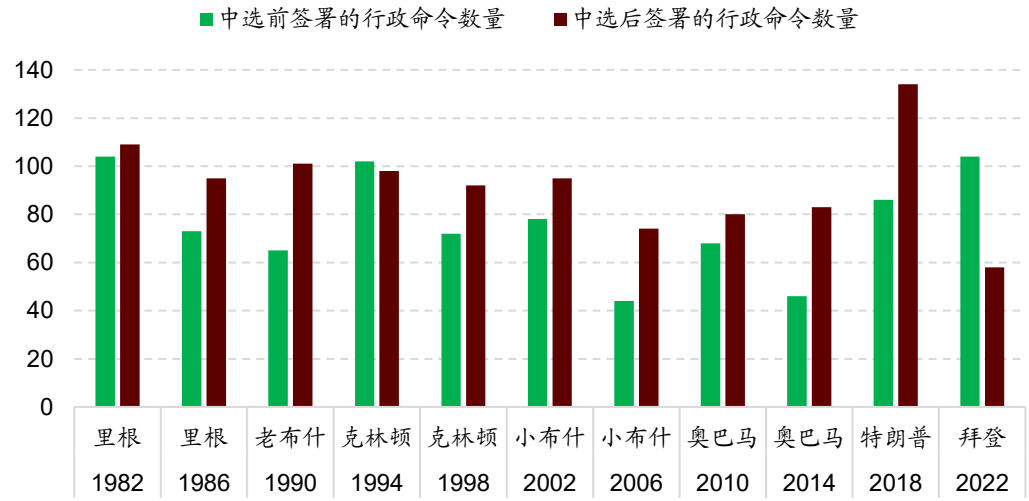
年份	总统	党派	结果	中选后的行动
2014	奥巴马	民主党	失守参院 未夺回众院	借《清洁电力计划》等行政令推进国内气候议程，巩固基本盘；绕开国会推动古巴关系正常化、签署《巴黎协定》及伊核协议；接受 2015 年两党预算协议。无连任压力，选择留下政治遗产。
2006	小布什	共和党	失守两院	民众对伊拉克战争强烈不满。迫于压力解雇国防部长拉姆斯菲尔德；顶住国会压力强行增兵伊拉克；应对国会发起的数十次调查和听证。核心是想为共和党继任者铺路，争取扭转民意。
1998	克林顿	民主党	未夺回两院	坚持“第三条道路”中间路线；借助中选席位逆势增加在舆论上强力反击弹劾程序；发动科索沃战争。核心逻辑是为继任者铺路，化解弹劾危机。
1994	克林顿	民主党	失守两院	实施“三角策略”，但坚守医保教育等底线；在福利改革、平衡预算上让步，但否决共和党的大规模税收和支出方案，导致两次政府停摆；注意力转向外交，推动北爱尔兰和平。有连任需求，塑造理性中间派形象。
1990	老布什	共和党	未夺回两院	接受 1990 年预算协议，增税减赤，打破“不加税”承诺；主导构建反伊联盟、发动海湾战争。有连任需求，意图通过海湾战争转移国内矛盾。
1986	里根	共和党	失守参院 未夺回众院	“伊朗门”后不再推出新的“里根革命”，重点转为守住前期减税、国防与监管成果；与戈尔巴乔夫展开密集谈判最终签署中导条约。已无连任需求，希望寻求外交突破。
1974	福特	共和党	未夺回两院	面对滞胀，主张减税、限制支出增速；高频使用否决权。非民选总统，连任希望渺茫，主要采取防御姿态。
1970	尼克松	共和党	未夺回两院	绕开国会单方面宣布冻结工资和物价；在外交上接触中国同时推动与苏联缓和、SALT 军控谈判。核心逻辑是有连任需求，利用中苏矛盾为撤出越南增加筹码。

资料来源：Dave Manuel、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

若共和党失去参众两院，特朗普政府的新立法、人事任命和财政议程都将面临更大阻力。民主党可能在众议院推动调查或弹劾程序，但总统最终被定罪和免职仍需要参议院三分之二多数支持，因此弹劾程序所带来的影响更可能体现为政治压力和议程干扰。在立法空间收窄的情况下，白宫可能更多依赖行政命令、总统否决权、关税及其他行政工具。

图 6 中选失利后，总统往往签署更多行政令



资料来源：FederalRegister、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

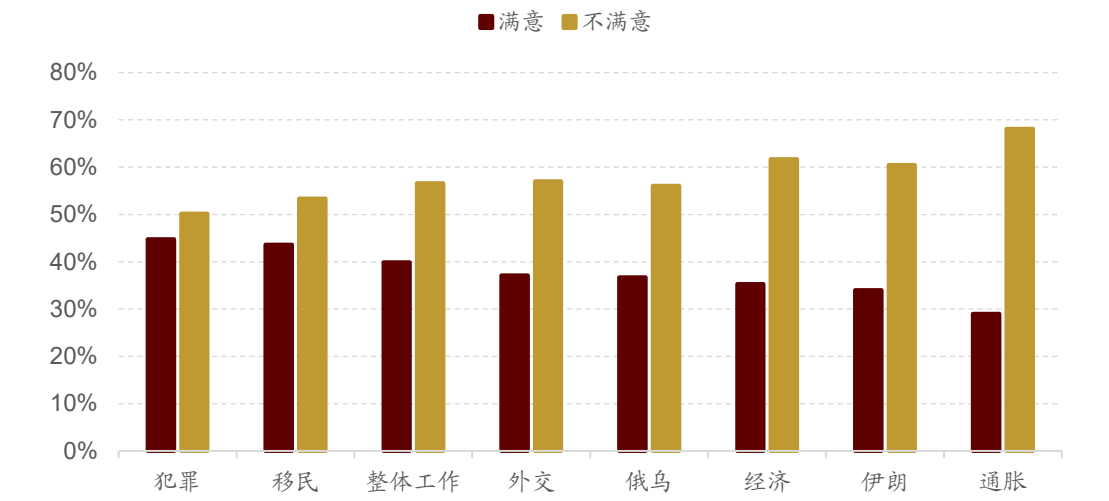
四、中期选举前特朗普可能的政策选择

1、货币：特朗普或希望联储先鹰后鸽—前期压通胀，后期稳市场

我们认为，单纯从中期选举诉求出发，不考虑其他因素的情况下，特朗普或更希望看到货币政策呈现“先鹰后鸽”政策的节奏，主要原因有三。（注意：以下判断仅反映特朗普从中选诉求出发更希望看到的金融条件路径，并不代表美联储将按照这一政治诉求决策。）

第一，当前通胀仍是特朗普最迫切需要解决的民生问题，决定了中选前期货币政策信号不能过早转松。目前民调中，特朗普在通胀问题上的支持率明显低于整体支持率，生活成本也是选民最为关注的问题之一。在这一背景下，如果美联储过早释放明显宽松信号，可能重新推升通胀预期，并加大油价、商品价格及居民生活成本的上行压力。因此，在中选进入最后冲刺前，特朗普更希望金融条件保持适度偏紧，通过偏鹰的货币政策预期压制通胀，而不一定需要美联储实际加息。换言之，前期政策重点仍是管理通胀预期，而非直接刺激资产价格。

图 7 特朗普目前在通胀议题上支持率最低



资料来源：RealClearPolling（截至 2026 年 9 月 3 日）、招商证券

第二，偏紧的货币政策不能持续至整个中选冲刺阶段，9 月尤其不宜出现加息。历史复盘显示，中期选举前一个月开始，权益资产的上涨概率和平均收益均明显改善。这意味着进入 10 月后，稳定资本市场和改善风险偏好对执政党同样重要。如果 9 月 FOMC 选择加息，或者释放明显更加超出市场预期的紧缩路径，可能导致金融条件快速收紧，并压制中选前一个月通常较强的权益市场表现。对特朗普而言，更理想的路径是 9 月维持利率不变，同时逐步给 10 月留下政策预期转松的空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

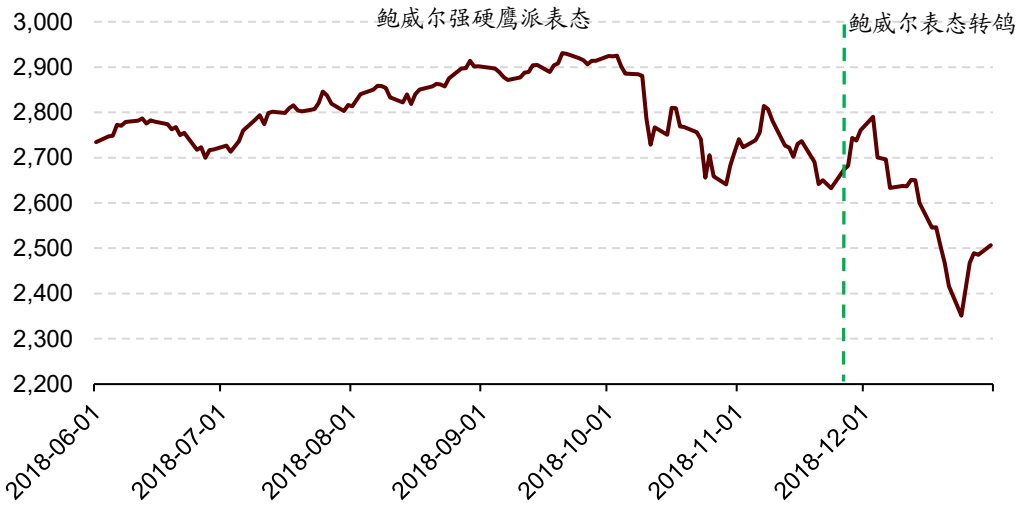
图 8 中选前一个月，美股风险资产往往转涨

	前六个月		前三个月		前一个月		当月		后三个月		后半年	
	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益
纳斯达克	50%	-3%	50%	1%	64%	5%	57%	3%	86%	10%	93%	17%
标普500	60%	0%	60%	2%	73%	4%	67%	2%	80%	6%	93%	13%
道琼斯工业指数	67%	1%	73%	2%	73%	5%	67%	1%	80%	5%	87%	13%
富时100	27%	-4%	36%	-1%	64%	3%	55%	1%	82%	3%	82%	9%
罗素2000	33%	-4%	67%	2%	75%	4%	67%	2%	77%	7%	85%	13%
VIX	60%	19%	50%	6%	40%	-3%	10%	-8%	30%	-11%	20%	-14%

资料来源：Wind、招商证券

第三，2018 年的经验进一步强化了特朗普避免中选前出现超预期紧缩的动机。2018 年 10 月 3 日，鲍威尔表示利率距离中性水平仍有较长距离，市场随即上调后续加息预期，标普 500 在中选前出现明显回撤。随后 2018 年中期选举中，共和党失去众议院，特朗普第一任期由统一政府转向分裂政府。严格而言，美股下跌并不能被视为共和党失利的单一原因，但这段经历至少说明，中选前夕突然收紧金融条件会增加执政党的市场和经济压力。因此，与 2018 年相比，特朗普更有动力避免 9 月至 10 月再次出现明显超预期的鹰派冲击，并希望在控制通胀的同时，为中选前风险资产保持相对稳定的环境。

图 9 鲍威尔激进鹰派表态后，标普 500 随即大幅下跌



资料来源：iFind、招商证券

2、财政：中选前停摆概率不大

财政政策方面，在面临今年 9 月 30 日的财年窗口时，我们认为特朗普会选择搁置预算争议，签署短期的持续拨款决议，确保中选前不发生政府停摆。中选后由于两党在预算上仍存在分歧，很有可能发生政府停摆。

第一，从特朗普第一任期来看，中选前未发生政府停摆，中选后发生停摆。特朗普在中期选举前通过临时预算法案避免停摆，在中期选举结束后的“跛脚鸭”时期和民主党进行博弈，最终导致政府停摆。特朗普的第一任期当中，共和党与民主党在美墨边境墙、DACA、国防和民生支出等议题上意见不合。经历了 1 月份为期 3 天的联邦政府停摆后，双方在 3 月通过了一份 1.3 万亿美元的综合拨款法案，这让政府得以运转到 9 月 30 日。为了避免在中期选举前发生政府停摆从而使共和党在舆论上承压，在 9 月 28 日新财年开始前，特朗普签署了一份临时拨款法案。该法案包含两部分：一是为国防部、劳工部和卫生与公众服务部等机构提供 2019 财年的全年常规拨款；二是通过一项临时拨款草案，将尚未获得常规拨款的联邦机构资金按 2018 财年水平延期拨付至 12 月 7 日。此举暂时搁置了预算矛盾，将停

下载日志已记录，仅供内部参考

摆的风险推迟至中期选举之后。随着中期选举结束，被推迟的预算矛盾爆发。特朗普要求国会提供 57 亿美元的边境墙建设资金，民主党拒绝让步，导致美国联邦政府从 2018 年 12 月 22 日起陷入历时 35 天的停摆，创下美国历史最长停摆纪录。据美国国会预算办公室估算，此次停摆影响了约 80 万联邦雇员，其中 38 万人被迫无薪休假，并造成了约 30 亿美元的 GDP 损失。最终在 2019 年 1 月 25 日，特朗普签署了未包含边境墙资金的临时预算案，政府才重新开门。

第二，从近四十年的历史上看，美国中选前半年发生停摆的持续时间较短，中选后易引发长时间停摆。我们复盘了自 1980 年以来美国政府共 15 次的停摆历史，并将中选前半年发生的停摆标红，将中选后半年发生的停摆标黄。1982 年 9 月 30 日的停摆名义上虽维持 1 天，但并非由于两党政策僵局引发，而是国会议员因重大社交活动错过了预算案通过的最后期限，因此在分析中予以剔除。在中选前，执政党往往希望规避风险，防止长时间停摆。在剔除上述异常值后，历史上真正发生在中选前半年的停摆仅有 2 次。这两次停摆的时长均控制在 3 天以内。尤其是进入 21 世纪以来，美国从未在任何一次中期选举前的半年内发生过政府停摆。积压的预算矛盾往往在中选落地后集中爆发，发生在中选后半年的停摆同样为 2 次。 但这两次停摆的时长分别达到了 3 天和创纪录的 35 天。最具代表性的是在特朗普的第一任期内，中选结束不久便发生了长达 35 天的长时间停摆，创下美国历史之最。

第三，中期选举前的政府停摆对执政党十分不利。若在中期选举前爆发持久的政府停摆，不仅会影响依赖政府服务的普通选民，还会使庞大的联邦雇员群体不满，对执政党十分不利。白宫 2025 年的一份报告显示，如果停摆持续一个月，将会导致额外 4.3 万人失业、超过 190 万名联邦文职雇员面临被强制休假或无法按时领薪的境地。因此，我们认为特朗普对中选前的政府停摆仍心存忌惮。

表 9 中选前半年发生的停摆持续时间往往较短

时间	时长	是否中选年	总统	原因	解决方式
1981-11-20	2 天	否	里根	参议院通过的法案未达到里根削减开支的要求。与众议院版本存在分歧，资金技术上于午夜失效。里根随后否决了该计划并下令政府停摆，使 25 万联邦雇员休假。	两院谈判代表在周末达成一致通过了相同法案，但周一遭里根否决。随后议员通过了一项短期临时拨款法案以维持政府运转，允许更多时间谈判，员工次日返回。
1982-09-30	1 天	是	里根	并非因为政策僵局，而是因为国会议员忙于重大的社交活动，错过了预算案通过的最后期限。	名义上停摆一天。里根总统于 10 月 2 日就签署了国会批准的支出法案。
1982-12-17	3 天	是	里根	部分由于里根反对一项包含数十亿美元就业创造计划资金的措施，以及民主党人反对为 MX 导弹计划拨款。	国会放弃了就业条款，但保留了为低收入美国人提供法律支持的资金；议员们拒绝资助导弹计划，但里根最终仍签署了立法以结束停摆。
1983-11-10	3 天	否	里根	民主党人在法案中增加了约 10 亿美元的教育支出，并削减了对外援助。	众议院民主党人最终将教育支出要求降至 1 亿美元，并为里根想要的 MX 导弹提供了资金；民主党人保留了对外援助和国防的削减。
1984-09-30	2 天	否	里根	里根与国会民主党人在资金法案条款上存在分歧，包括总统青睐的犯罪法案和遭其反对的水利项目措施。民主党还希望立法推翻最高法院关于未接受联邦资金的大学不受 TitleIX 约束的裁决。	国会批准且里根签署了一项让政府继续开放几天的临时法案，以允许谈判继续。
1984-10-03	1 天	否	里根	几天前通过的临时资金措施到期，不足以阻止另一次停摆，双方在水利项目和民权立法上仍存分歧。	民主党人最终让步，删除了水利项目和民权条款，国会通过了犯罪法案，里根签署。
1986-10-16	1 天	是	里根	国会民主党人希望扩大福利以及提出其他白宫反对的措施。	民主党人最终放弃了他们青睐的几项条款，并获得承诺将对福利扩大进行单独投票，从而结束了资金僵局。
1987-12-18	1 天	否	里根	在向尼加拉瓜反政府武装提供援助	国会最终批准了对尼加拉瓜反政府武装

下载日志已记录，仅供内部参考

时间	时长	是否中选年	总统	原因	解决方式
				以及民主党人推动恢复 FCC 的“公平原则”上存在分歧。	的非军事援助，但民主党人未能成功恢复“公平原则”。
1990-10-05	3 天	是	老布什	布什表示他将否决一项不包含削减赤字计划的短期资金措施，从而被迫引发停摆。	国会最终通过了一项概述削减赤字计划的联合预算决议，总统签署了一项重新开放政府的持续决议。
1995-11-13	5 天	否	克林顿	围绕克林顿与国会共和党人就平衡预算和废除总统 1993 年加税政策的争端。共和党控制的国会通过了一项短期持续决议，试图提高 Medicare 保费并要求总统在 7 年内平衡预算，遭到克林顿否决。	克林顿和共和党国会领导人最终达成协议，为政府提供几周的短期资金以允许谈判继续。
1995-12-15	21 天	否	克林顿	前一次延长的谈判时间不足，双方在平衡预算的细节上再次谈崩，核心在于白宫应该使用 CBO 还是 OMB 的预算预测来证明在 7 年内实现预算平衡。	最终共和党人退让，参议院多数党领袖鲍勃·多尔表示情况已变得荒谬应该结束。政府重新开放。
2013-10-01	16 天	否	奥巴马	围绕《平价医疗法案》的斗争，共和党人推动取消或延迟该法案核心部分的资金。众议院通过了两项推迟实施医改的法案，均被民主党控制的参议院拒绝。	众议院共和党人最终向民主党人妥协，批准了一项不包含对奥巴马医改进行修改的短期支出法案。
2018-01-19	2 天	是	特朗普	源于移民问题斗争，特别是民主党人要求为“梦想生”DACA 提供免受驱逐的保护条款。白宫表示在政府关门期间不会就 DACA 进行谈判。	最终民主党人让步，在共和党承诺将努力达成涉及 DACA 的协议后，特朗普签署了短期资金法案重新开放政府。
2018-12-22	35 天	是	特朗普	移民问题再次成为焦点，特朗普要求拨款 57 亿美元用于资助美墨边境墙，遭到民主党控制的众议院拒绝。	随着停摆延长创下当时的历史记录，总统最终妥协签署了一项重新开放机构三周且不含边境墙资金的法案。几周后，国会通过了仅包含 13.75 亿美元边境墙资金的法案，避免了再次关门。
2025-10-01	43 天	否	特朗普	民主党最初拒绝支持任何拨款法案，直到共和党同意延长即将到期的《平价医疗法案》强化税收抵免。众议院通过的临时决议在参议院因兰德·保罗反对且缺少足够民主党支持而未能通过，导致政府于 10 月 1 日停摆。	停摆 40 多天后，5 名民主党人于 11 月 9 日与共和党达成协议，以换取未来对 ACA 税收抵免延长一年的投票承诺、撤销停摆期间的联邦裁员并禁止在 1 月底前进一步裁员。临时决议通过，特朗普于 11 月 12 日签署，结束了创纪录的 43 天停摆。

资料来源：CBSNews、招商证券（红：停摆发生在中选前半年内；黄：停摆发生在中选后半年内）

综上来看，在面临今年 9 月 30 日的财年窗口时，我们认为特朗普大概率会选择搁置预算争议，签署短期的持续拨款决议，确保中选前不发生政府停摆。

3、中美：会晤前风险不大

我们认为，中期选举前中美关系整体以稳为主。5 月特朗普访华后，美方公开邀请中方领导人于 9 月 24 日访美，特朗普 7 月再次公开提及这一日期。考虑到 9 月下旬已经进入美国中期选举最后冲刺阶段，这一时间安排具有较强的国内政治意义。对特朗普而言，中选前维持中美关系稳定，并在经贸、农业等领域形成可量化成果，有利于强化其外交和经贸政策叙事。

5 月中美会晤已经形成了较完整的经贸合作框架，其中农产品采购与特朗普基本盘诉求具有较高契合度。因此，中选前特朗普更有动力维持中美关系总体稳定，避免经贸摩擦全面升级影响通胀、农业州和制造业选情。

下载日志已记录，仅供内部参考

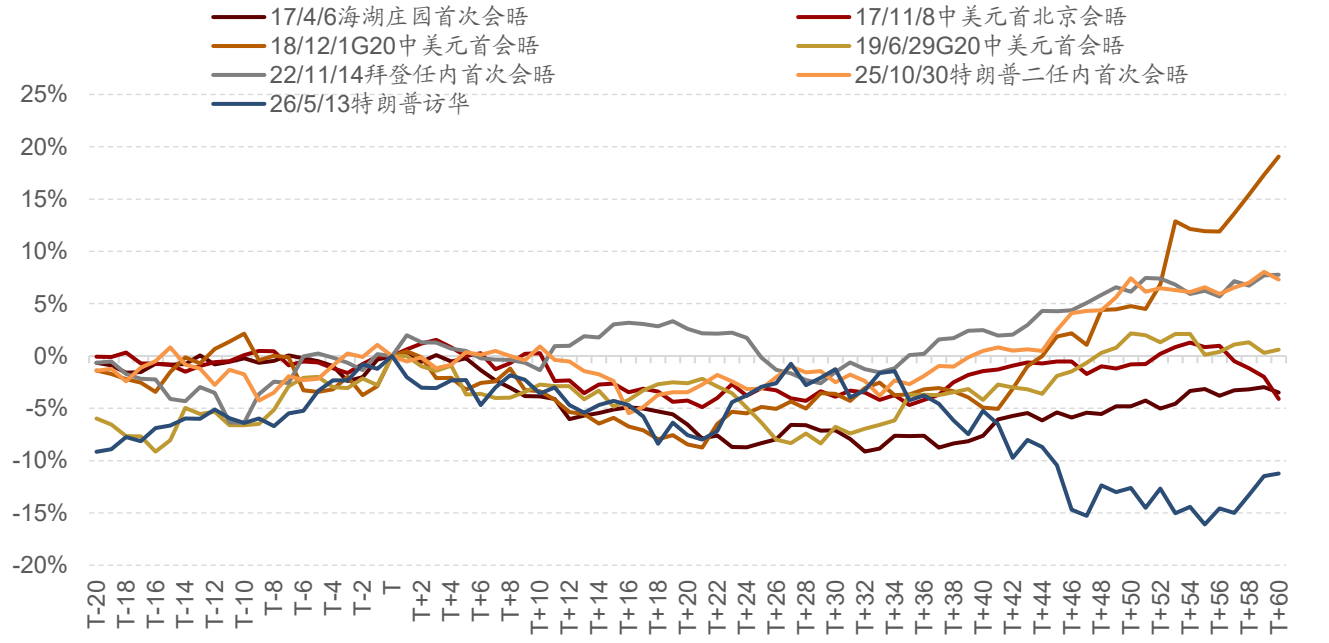
表 10：5 月一揽子成果

领域	2026 年 5 月中美达成的主要成果	对后续会晤的观察
关税	双方继续落实前期磋商成果，并就有关关税安排形成积极共识	关注现有关税安排能否进一步稳定，以及非战略商品降税是否扩围
降税机制	同意成立贸易理事会和投资理事会；原则同意对同等规模的各自关注产品降税	商务部后续披露，对等降税框架规模原则上各为 300 亿美元或更多
农产品市场准入	双方推动解决部分农产品非关税壁垒和市场准入问题，包括牛肉、禽肉、乳制品、水产品等	农产品仍是最容易形成具体、可量化成果的领域之一
农产品贸易	同意通过一定范围产品相互降税，推动扩大包括农产品在内的双向贸易	关注大豆等农产品贸易扩容及相关关税、准入安排
航空	就中方向美方采购飞机，以及美方保障飞机发动机、零部件对华供应等达成安排	具备形成大额贸易成果的基础
经贸机制	成立贸易理事会、投资理事会，持续处理贸易投资领域各自关切	为 9 月前继续磋商和锁定成果提供机制基础

资料来源：商务部、招商证券

我们复盘了中美元首会晤前后的市场走势发现，会面前市场往往提前交易中美关系改善及合作预期，会面前后短期走势整体相对平稳；会面后约一个月，行情开始明显分化，单次会晤带来的预期影响逐步衰减，市场重新回归国内基本面、政策和流动性定价。

图 10 中美元首会晤前后市场走势



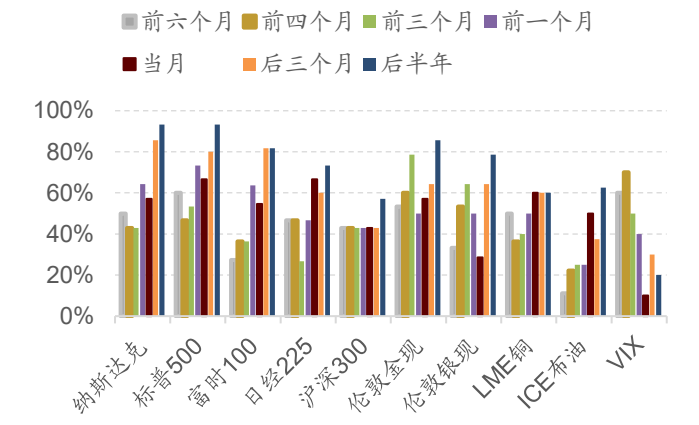
资料来源：Wind、招商证券；注：采用万得全 A

下载日志已记录，仅供内部参考

五、中期选举前后，市场行情有什么特征？

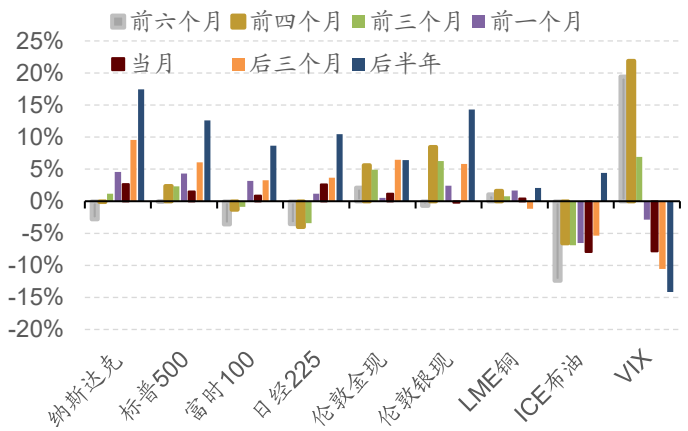
我们复盘了 1970 年以来历次美国中期选举，并基于各类资产可得历史数据统计选举前后的表现。整体来看，中选前一个月开始，全球风险资产表现明显改善，中选后三至六个月上涨胜率和平均收益进一步抬升，其中纳斯达克、标普 500 等美股资产表现最为稳定；与此同时，VIX 在中选后明显回落，反映选举落地后不确定性下降。商品内部有所分化，贵金属整体偏强，而原油在中选前后表现相对偏弱。

图 11 中期选举前后各类资产上涨概率



资料来源：Wind、招商证券

图 12 中期选举前后各类资产平均收益水平



资料来源：Wind、招商证券

1、大类资产表现如何？

从下表可以明显看出，美国中期选举存在较明显的风险资产季节性，中选前一个月开始改善，中选后三至六个月表现最强；同时伴随 VIX 回落、美元偏弱、油价偏弱。

第一，全球股市在中选前 3 至 6 个月整体偏弱，中选前 1 个月开始明显转强，中选后胜率和收益进一步抬升。从主要股票指数看，前 6 个月多数指数收益偏弱，纳斯达克、富时 100、罗素 2000、日经 225 均录得负收益；到前 1 个月，主要指数平均收益基本转正。中选后三个月和后半年改善最明显，纳斯达克后三个月上涨概率 86%、平均收益 10%，后半年进一步达到 93%和 17%；标普 500 后半年上涨概率 93%、平均收益 13%；道指、罗素 2000 后半年平均收益同样达到 13%。

第二，美股的规律最稳定，尤其是成长和小盘弹性较高。纳斯达克由前 6 个月平均收益-3%升至前 1 个月+5%、后三个月+10%、后半年+17%；罗素 2000 则由-4%升至+4%、+7%、+13%。标普 500 和道指也同步改善，但弹性略低。

第三，VIX 是最有一致性的反向指标。中选前 6 个月 VIX 平均上涨 19%，说明中选前政治、经济及政策不确定性通常较高；进入前 1 个月后，VIX 平均下降 3%，中选当月下降 8%，后三个月下降 11%，后半年下降 14%，且后半年仅 20%的样本上涨。

第四，A 股和港股中选后同样改善，沪深 300 的平均收益从前 1 个月 3%、当月 1%，提高至后三个月 12%、后半年 34%；上证指数后三个月 7%、后半年 18%；恒生指数后半年 13%。

第五，商品内部明显分化：黄金、白银中期偏强，原油在中选前明显偏弱。布油前 6 个月、前三个月、前 1 个月、当月平均收益分别为-9%、-5%、-7%、-8%，是表中规律最鲜明的资产之一；到后半年才恢复至+4%。这说明历史上中选前油价往往承压。黄金则前三个月上涨概率 80%、平均收益 5%，后半年上涨概率 86%；白银后半年平均收益 14%。因此，商品层面可以概括为中选前能源偏弱，贵金属相对占优，中选后商品整体修复但铜的规律并不明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13 中期选举前后，不同类型资产走势情况

		前六个月		前三个月		前一个月		当月		后三个月		后半年	
		上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益
全球主要股票指数	纳斯达克	50%	-3%	50%	1%	64%	5%	57%	3%	86%	10%	93%	17%
	标普500	60%	0%	60%	2%	73%	4%	67%	2%	80%	6%	93%	13%
	道琼斯工业指数	67%	1%	73%	2%	73%	5%	67%	1%	80%	5%	87%	13%
	富时100	27%	-4%	36%	-1%	64%	3%	55%	1%	82%	3%	82%	9%
	罗素2000	33%	-4%	67%	2%	75%	4%	67%	2%	77%	7%	85%	13%
	VIX	60%	19%	50%	6%	40%	-3%	10%	-8%	30%	-11%	20%	-14%
	日经225	47%	-4%	27%	-3%	47%	1%	67%	3%	60%	4%	73%	10%
	沪深300	43%	4%	43%	4%	43%	3%	43%	1%	43%	12%	57%	34%
	上证指数	56%	5%	56%	4%	44%	2%	56%	1%	40%	7%	50%	18%
	恒生指数	53%	-1%	33%	-2%	67%	4%	53%	-2%	53%	4%	67%	13%
	恒生科技	0%	-16%	0%	-15%	0%	-4%	33%	4%	50%	9%	75%	15%
主要商品	伦敦金现	53%	2%	80%	5%	50%	1%	57%	1%	64%	6%	86%	6%
	伦敦银现	33%	0%	67%	7%	50%	2%	29%	0%	64%	6%	79%	14%
	LME铜	50%	2%	45%	1%	50%	2%	60%	0%	60%	-1%	60%	2%
	ICE布油	11%	-9%	33%	-5%	25%	-7%	50%	-8%	38%	-5%	63%	4%
主要外汇	美元指数	50%	-1%	50%	-1%	36%	-1%	57%	0%	20%	-1%	33%	-2%
	欧元	62%	2%	54%	1%	54%	1%	31%	0%	57%	2%	57%	2%
	英镑	46%	1%	54%	0%	46%	0%	31%	-1%	54%	0%	46%	1%
	日元	0%	-5%	0%	-4%	0%	0%	33%	2%	75%	4%	75%	3%

资料来源：Wind、招商证券

因此，总结来看，美国中期选举具有较明显的风险偏好周期。中选前 3 至 6 个月，全球股市整体表现偏弱、VIX 上行；进入中选前 1 个月后，风险资产开始改善，中选后三至六个月上涨胜率和平均收益进一步抬升。其中，美股规律最为稳定，纳斯达克、标普 500 和罗素 2000 后半年上涨概率均超过八成，平均收益达到 13%至 17%；同期 VIX 平均回落 14%，显示选举落地后的不确定性出清是风险偏好改善的重要特征。商品方面，原油在中选前表现明显偏弱，黄金、白银相对占优；外汇方面美元整体偏弱。A 股及港股中选后平均收益亦有改善，但历史样本较少、胜率稳定性弱于美股，更多反映全球风险偏好改善带来的外溢效应。

2、美股行业表现呈现怎样的特征？

从美股市场表现来看，中期选举前一个月开始，行业表现明显改善；中选后行情进一步扩散，成长和顺周期方向表现更强，其中信息技术最突出。

首先，从时间节奏上，中选前 3 至 6 个月行业表现整体偏弱，但临近中选前 1 个月明显转强。前 6 个月 11 个行业平均上涨概率约 53%，平均收益接近 0；到前 1 个月，平均上涨概率升至约 71%，平均收益升至约 3.8%。而且 11 个行业在前 1 个月的平均收益全部为正，说明历史上中选前最后一个月存在比较明显的风险偏好改善特征。

第二，结构上，信息技术在中选前后表现最强，成长方向优势最明显。信息技术在前 1 个月上涨概率 80%、平均收益 7%，均处于行业前列；中选后三个月平均收益进一步达到 10%，后半年达到 15%，是所有行业中最高。可选消费同样表现较强，后半年上涨概率 90%、平均收益 12%。因此，如果从中选前后行业风格来看，可以概括为，成长和高弹性板块在风险偏好回升阶段更受益，TMT 尤其突出。

第三，医疗保健胜率最稳定。医疗保健在中选前 6 个月、4 个月、3 个月的上涨概率分别达到 90%、80%、80%，平均收益也分别达到 8%、5%、5%，明显强于其他行业。也就是说，越是在中选前较早、市场尚未进入全面风险偏好

下载日志已记录，仅供内部参考

改善阶段时，医疗的防御属性越突出；进入中选前 1 个月之后，信息技术、金融、房地产、工业等板块开始追赶，医疗的相对优势反而下降。因此，前期偏防御，临近中选逐步转向进攻。

第四，能源是最明显的例外。能源在中选当月上涨概率只有 30%、平均收益-1%，后三个月上涨概率仍只有 30%、平均收益 0%，显著弱于其他行业。这主要由于，中选前控制能源价格、抑制通胀往往是执政党的重要诉求，因此能源板块未必能同步享受风险偏好改善。

图 14 中期选举前后，美股不同行业上涨情况

		前六个月		前四个月		前三个月		前一个月		当月		后三个月		后半年	
		上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益
消费医疗	可选消费	40%	-4%	30%	-2%	40%	0%	60%	3%	80%	3%	80%	6%	90%	12%
	日常消费	70%	4%	50%	3%	70%	3%	90%	5%	50%	1%	60%	2%	70%	6%
	医疗保健	90%	8%	80%	5%	80%	5%	80%	3%	70%	2%	80%	4%	80%	9%
TMT	信息技术	70%	2%	60%	3%	60%	3%	80%	7%	70%	4%	70%	10%	90%	15%
	通讯服务	60%	1%	60%	3%	50%	3%	60%	3%	50%	1%	60%	5%	60%	8%
金融地产	房地产	60%	1%	40%	3%	40%	-1%	80%	5%	60%	3%	80%	8%	60%	6%
	金融	30%	-4%	60%	-2%	40%	-2%	70%	5%	70%	2%	60%	6%	80%	10%
上游资源品	材料	30%	-6%	40%	-2%	30%	-1%	50%	2%	80%	3%	50%	5%	90%	11%
	能源	30%	-4%	50%	2%	50%	2%	60%	2%	30%	-1%	30%	0%	60%	6%
中游制造	工业	40%	-3%	60%	0%	40%	0%	70%	4%	80%	2%	80%	6%	90%	11%
公用事业	公用事业	60%	-1%	70%	1%	60%	1%	80%	3%	50%	1%	60%	2%	80%	5%

资料来源：Wind、招商证券

因此，总结来看，美股行业表现方面，中期选举前后市场存在由防御向进攻切换的特征。中选前 3 至 6 个月，各行业整体表现偏弱，医疗保健相对占优；进入中选前 1 个月后，行业上涨概率和平均收益普遍改善，信息技术、金融、房地产及工业等高弹性方向开始走强。中选结束后，行情进一步向成长及顺周期板块扩散，其中信息技术表现最为突出，后三个月、后半年平均收益分别达到 10%和 15%；金融、材料、工业亦呈现明显的先弱后强特征。能源表现相对偏弱，是中选前后少数未明显受益于风险偏好改善的行业。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。