下载日志已记录，仅供内部参考

中选倒计时，有何看点？

专题报告

一、当前美国中选选情如何？

- **美国中选正由“候选人竞争与筹款”逐步转入“拉票与动员”阶段。**截至 9 月初，多数州初选基本结束，选情焦点已转向摇摆州和关键选。同时，围绕邮寄投票规则的司法争议仍在推进，可能增加后续投票、计票及选后争议的不确定性。
- **生活成本仍是核心议题。**居民经济体感和生活成本仍是核心议题，特朗普在生活成本、通胀等经济议题认可度明显偏低，而移民领域认可度相对较高；若伊朗战争进一步推升油价和通胀，则会进一步助长选民对生活成本的不满情绪。
- **民主党全国民调占优，两院控制权仍存较大悬念。**从民调看，民主党当前占优，特朗普个人支持率持续承压。不过，就过去 10 年经验看，民意调查与最终结果往往大相径庭，具体选区和改选结构同样重要。从机构评级看，美国无党派选举分析机构 CPR 显示，共和党在众议院非摇摆席位中略占先手，参议院选情胶着，胜负主要集中在 6 个关键摇摆席位。从市场定价看，美国预测平台 Kalshi 更偏向民主党，预计民主党在众议院可获约 227 席、控制众议院概率约 85%；参议院仍接近五五开。整体来看，众议院的机构评级与市场定价分歧较大，而参议院则普遍被视为五五开。

二、历次中选如何影响国会格局与市场表现？

- **历史经验：执政党普遍承压，众议院看总统支持率，参议院看改选地图。**

  中选通常对总统执政党不利，众议院尤其明显。1946 年以来 20 次中选中，总统党 18 次在众议院净丢席，众议院和参议院均有 7 次发生控制权更替。此外，**总统支持率越低，执政党席位压力通常越大**，且这一关系在众议院更明显；参议院则更受当届改选地图和关键州影响。

  值得注意的是，本轮中选后不排除中东局势再次出现升级的可能性，进而部分历史规律可能失效。

- **市场表现：美股黄金中选后修复更明显，总统第二任期美股胜率下降，债汇并无稳健规律。**

  1946 年以来，**美股**在中选前整体震荡偏弱、选后普遍修复。**分总统任期看，相较第二任期，第一任期中选后美股上行趋势更明显。**此外，**纳指**弹性更强，信息技术、可选消费、工业和金融等成长/周期板块在选后 6 个月表现相对领先。相比之下，**美债和美元**的中选规律较弱，更多受通胀、增长及货币政策等宏观因素驱动；**黄金**选后表现相对偏强。**整体看，国会控制权变化更多影响资产修复幅度和行业结构，而非决定统一的市场方向。**

相关报告

1、《量缩价稳，财政接力——9 月流动性月报》2026-09-06
2、《高增之后，出口还有什么支撑？》2026-09-02
3、《1995-2002 年，全球资产如何分化？》2026-08-31

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
宋渊萍 研究助理
songyuanping@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

三、历次中选如何影响国会格局与市场表现？

- **民主党内斗加剧或使其难以形成统一合力。**第一，民主党大多数人并不认为自己与党派理念完全一致。二是，部分左翼进步派人士已公开表达替换众议院民主党领袖杰弗里斯的看法。三是，中间派也开始公开挑战民主党领导层。目前来看，民主党内部可能出现了双向离心：一方面，进步派认为民主党领导层不够激进；另一方面，摇摆选区中的中间派议员认为党团领导层过于强调全国性党争，可能损害自身的地方选举利益。这种结构性矛盾使民主党很难形成高度一致的全国竞选合力，进而民主党是否能如市场预期般拿下众议院甚至两院存疑。

- **假若民主党重新夺回众议院，或重新发起对特朗普的调查和弹劾，但弹劾成功概率极低。**首先，对特朗普及其家族调查几乎板上钉钉。早在今年 3 月，众议院民主党人已经公开准备了夺回众议院后大规模调查特朗普政府及其家族的方案。其次，若对特朗普调查结果不利，民主党发起弹劾只是时间问题。弹劾的象征意义和长期利益更加重要。一方面，利用调查和弹劾对共和党参议员施压，限制部分共和党参议员的政治权力；另一方面，民主党也可以将特朗普本人行为与共和党绑定，为 2028 年大选铺路。

四、本次中选结果的情景推演

- **情形一：分裂国会，民主党掌控众议院，共和党掌控参议院。**该情形最符合当前市场预期，进而对市场的冲击可能也最小。民主党掌控众议院对特朗普政府最大的影响是财政。由于预算调解程序需要参众两院都通过一份预算决议，因此只要众议院由民主党掌控，预算调解推进财政立法根本无从着手，除非共和党与民主党谈判（类似去年），届时民主党可以争取更多的筹码。**两党相互制衡的局面下政策端不会出现大的变化，财政空间受掣后特朗普可能希望货币政策多做一些让步，进而要么再次出现市场对联储独立性的质疑，要么出现联储和政府分庭抗礼的情况，流动性环境难言乐观。**

- **情形二：共和党横扫。**该情形或最超市场预期，但正如前文所述，只要民主党足够分裂共和党是有拿下两院的可能性，财政支出可能会进一步发力，而今年暂搁的松监管和再工业化政策可能会卷土重来。**市场重启 MAGA 交易，风险偏好显著回暖，科技行情或将注入新的活力，流动性环境也有望得到改善。**

- **情形三：民主党横扫。**该请形概率同样偏低，但不用太过担心特朗普在丢掉两院后权力的收缩。即便丢失两院，民主党在立法层面可能会限制特朗普，但这可能会变相导致特朗普更加依赖行政令、紧急状态声明和监管行动。**若两党无法达成动态平衡，很可能会导致民主党发起对特朗普调查和弹劾。特朗普的政策重心也可能从内政转向外事，地缘政治不确定性或进一步上升，市场对美元资产的担忧可能会进一步强化。**

- **风险提示：美国经济政策超预期，美国中选结果超预期，地缘风险超预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 当前美国中选选情如何？ 5
1、 生活成本仍是核心议题 5
2、 当前选情：民主党全国民调占优，两院控制权仍存较大悬念 7
二、 历次中选如何影响国会格局与市场表现？ 9
1、 历史经验：执政党普遍承压，众议院看总统支持率，参议院看改选地图 9
2、 市场表现：美股黄金中选后修复更明显，但总统第二任期美股胜率下降，债汇并无稳健规律11
三、 本次中选可能的黑天鹅事件 17
1、 民主党内斗加剧或使其难以形成统一合力 17
2、 总统调查与弹劾 2.0？ 18
四、 本次中选结果的情景推演 19

图表目录

图 1：美国中期选举重要节点 5
图 2：选民希望候选人重点讨论的议题 6
图 3：影响 2026 年国会选举投票的最重要因素 6
图 4：选民对特朗普处理各项相关议题认可率 6
图 5：美国通胀增速及通胀预期（%） 7
图 6：美国柴油及汽油零售价（美元/加仑） 7
图 7：美国新增非农就业人数情况（千人） 7
图 8：私人部门时薪与个人消费支出物价指数增速（%） 7
图 9：2026 年国会选举两党支持率（%） 8
图 10：特朗普支持率走势（%） 8
图 11：评级机构对众议院选举席位的评级分布 8
图 12：评级机构对参议院选举席位的评级分布 8
图 13：市场预测众议院选举席位推演 9
图 14：市场预测参议院选举席位推演 9
图 15：中选前总统支持率与众议院选举席位变化关系 11
图 16：中选前总统支持率与参议院选举席位变化关系 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：两院均未翻转情形下中选前后标普 500 走势 12
图 18：两院均翻转情形下中选前后标普 500 走势 12
图 19：仅众议院翻转情形下中选前后标普 500 走势 12
图 20：仅参议院翻转情形下中选前后标普 500 走势 12
图 21：总统第一任期中选前后标普 500 走势 13
图 22：总统第二任期中选前后标普 500 走势 13
图 23：两院均未翻转情形下中选前后纳斯达克指数走势 13
图 24：两院均翻转情形下中选前后纳斯达克指数走势 13
图 25：四种情形下美国中选前后标普 500 分板块走势 15
图 26：两院均未翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps) 16
图 27：两院均翻转情形下中选前后 10 年美债收益(bps) 16
图 28：仅众议院翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps) 16
图 29：仅参议院翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps) 16
图 30：中选前后美元指数走势 17
图 31：四种情形下中选前后美元指数走势 17
图 32：中选前后黄金价格走势 17
图 33：四种情形下中选前后黄金价格走势 17
图 34：民主党自身意识形态评分 18
图 35：美国人认为政府腐败比例的调查 19

表 1：1946 年以来美国中期选举后众议院席位结构及总统党席位变化 10
表 2：1946 年以来美国中期选举后参议院席位结构及总统党席位变化 10
表 3：标普分板块股指平均累计收益率 14

下载日志已记录，仅供内部参考

一、当前美国中选选情如何？

距离 11 月 3 日中期选举已不足两个月，2026 年美国中选正式进入大选冲刺与提前投票启动并行阶段。截至 9 月初，多数州党内初选已结束，两党候选人基本确定，选情焦点由党内提名竞争转向摇摆州和关键选区；与此同时，北卡罗来纳已于 9 月 4 日开始寄送邮寄选票，9 月中下旬起明尼苏达、弗吉尼亚、佛蒙特、伊利诺伊等州也将陆续启动提前投票或邮寄投票，意味着**美国中选正由“候选人竞争与筹款”逐步转入“拉票与动员”阶段**。

同时，选举程序也在成为影响最终结果的重要变量。吸取上次大选落败的经验，特朗普政府正推动收紧邮寄投票相关规则，包括要求州向邮政系统提供邮寄选民名单、对选票信封设置唯一条码等；相关规定已遭联邦法院阻止，政府近期再次向最高法院提出紧急申请。由于部分州已开始寄送选票，司法机构对相关规则的处理或直接影响后续邮寄投票安排，并增加选后计票和法律争议的不确定性。

图 1：美国中期选举重要节点



资料来源：NCSL，招商证券

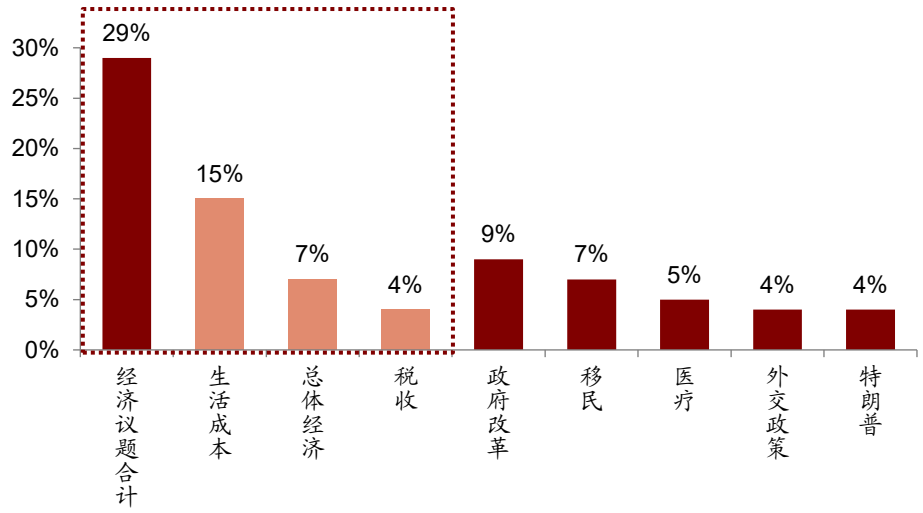
1、生活成本仍是核心议题

经济与生活成本（Affordability）仍是今年中选选民最关心的议题。Pew （皮尤研究中心）7 月调查显示，29%的注册选民最希望候选人重点讨论经济相关问题，其中生活成本占 15%，明显高于总体经济和税收等其他经济分项。除经济外，政府治理以 9%位居单项第二，高于移民的 7%，显示选民对政府治理、

下载日志已记录，仅供内部参考

问责和制度运作的关注同样较高；医疗、外交政策和特朗普本人等议题关注度相对靠后。**整体看，选民关注重心仍集中于居民日常经济体感，同时也对制度改革存在一定诉求。**

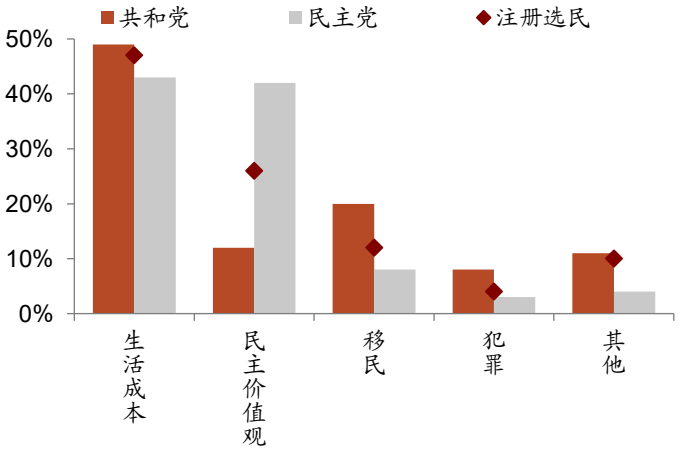
图 2：选民希望候选人重点讨论的议题



资料来源：PEW，招商证券，调查期为 2026 年 7 月 6 日-12 日

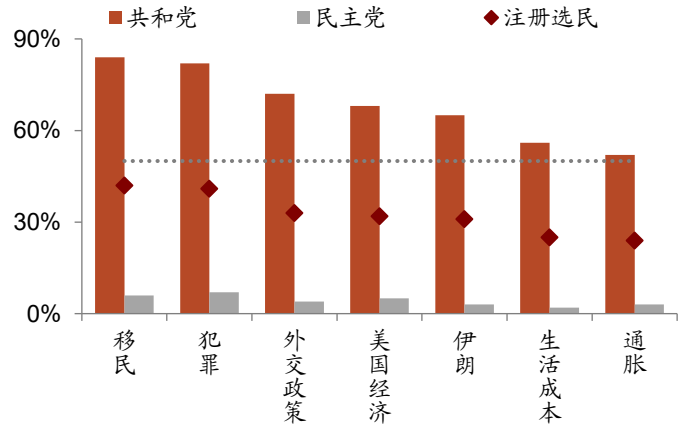
生活成本是共和党当前最主要的选举压力，移民则仍是其相对优势议题。Ipsos（益普索）8 月调查显示，**生活成本是影响注册选民投票的首要因素，而特朗普在生活成本和通胀问题上的认可度明显低于移民等议题，表明经济体感已成为共和党当前最突出的短板。**此外，伊朗战争本身虽不是选民最优先关注的投票议题，但若进一步推升油价和通胀，则会进一步助长选民对生活成本的不满情绪。**相比之下，移民关注度虽低于生活成本，但特朗普在该领域认可度明显更高，仍有助于共和党巩固核心选民和部分摇摆选民。**

图 3：影响 2026 年国会选举投票的最重要因素



资料来源：Ipsos，招商证券，调查期为 2026 年 8 月 28 日-31 日

图 4：选民对特朗普处理各项相关议题认可率

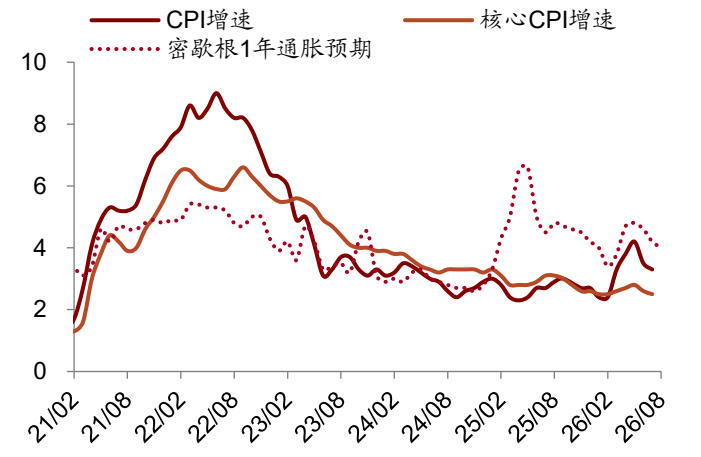


资料来源：Ipsos，招商证券，调查期为 2026 年 8 月 28 日-31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

价格压力仍是当前选民经济体感的源头。虽然美国通胀较 2022 年高点明显回落，但 CPI 和核心 CPI 仍在 3%以上中枢，通胀预期也随油价有所反复；近期油价及汽柴油价格上升或令部分选民体感恶化。与此同时，尽管近期就业市场呈现一定韧性，但并不足以完全抵消价格压力带来的负面体感，实际购买力改善对生活成本压力的缓冲相对有限。

图 5：美国通胀增速及通胀预期（%）



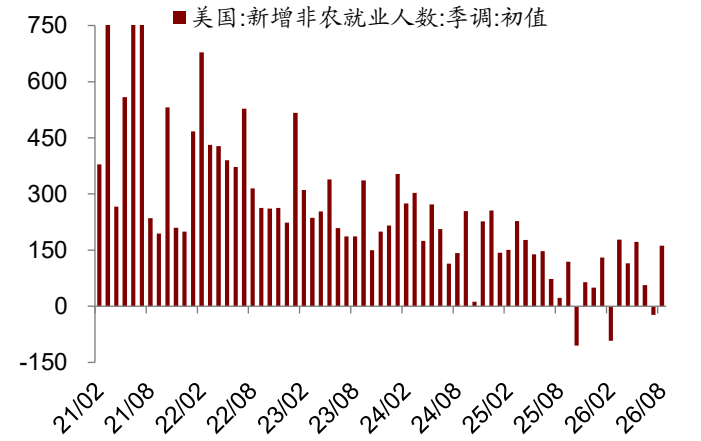
资料来源：Wind，招商证券

图 6：美国柴油及汽油零售价（美元/加仑）



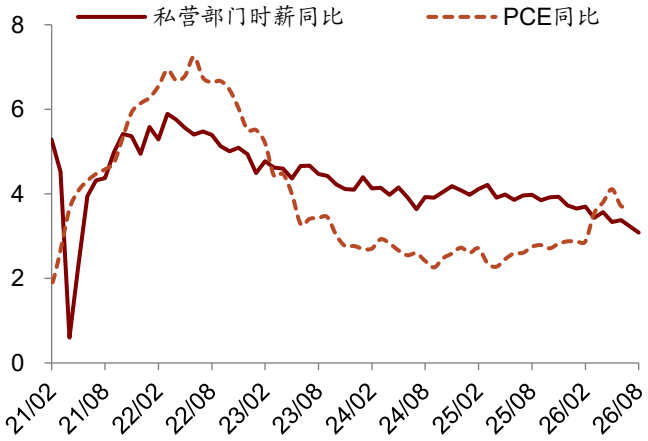
资料来源：Wind，招商证券

图 7：美国新增非农就业人数情况（千人）



资料来源：Wind，招商证券

图 8：私人部门时薪与个人消费支出物价指数增速（%）



资料来源：Wind，招商证券

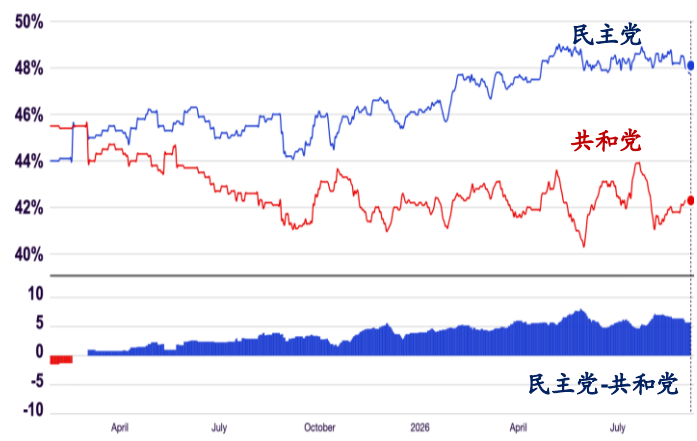
2、当前选情：民主党全国民调占优，两院控制权仍存较大悬念

民主党在全国层面占据民调优势，但国会两院控制权之争仍存悬念。从整体民调看，Real Clear Polling（RCP）国会选举全国投票倾向显示，截至 9 月初民主党支持率为 48%，高于共和党的 42%，差距较年初进一步扩大；与此同时，特朗普支持率维持在 40%左右，反对率则接近 57%，净支持率持续为负。**不过，**

下载日志已记录，仅供内部参考

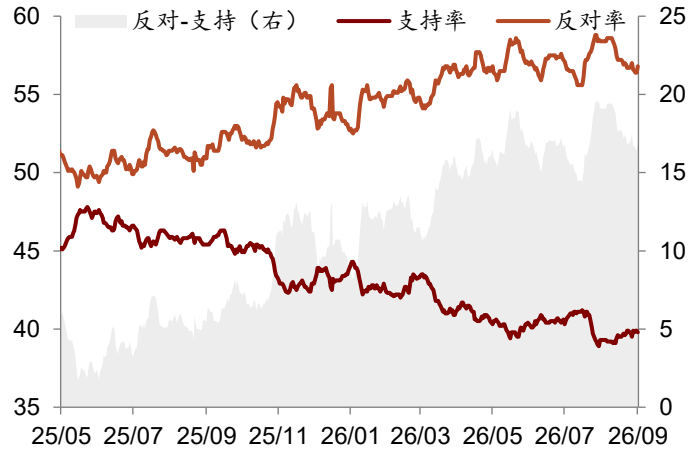
就过去 10 年经验看，民意调查与最终结果往往大相径庭，具体选区和改选结构同样重要。

图 9：2026 年国会选举两党支持率（%）



资料来源：RCP，招商证券，截至 2026 年 9 月 6 日

图 10：特朗普支持率走势（%）

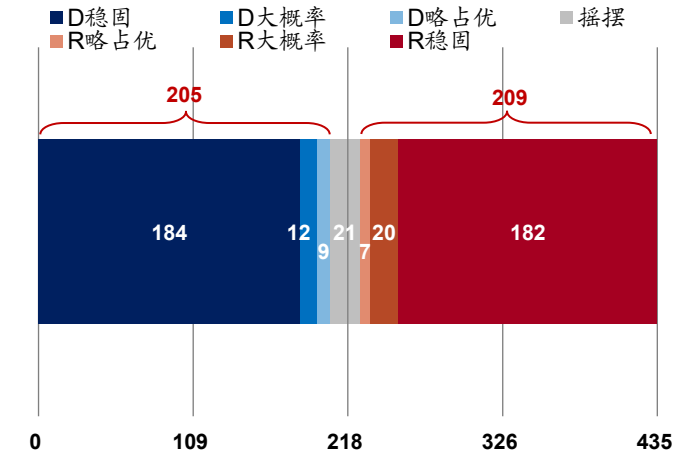


资料来源：RCP，招商证券，截至 2026 年 9 月 6 日

从三方评级机构席位评级看，两院差距极小，共和党略占优。根据无党派选举分析机构 Cook Political Report（库克政治报告），**众议院方面，**若将“稳固、大概率、略占优”席位分别计入两党，共和党暂占 209 席、民主党 205 席，另有 21 席为摇摆席。由于众议院多数门槛为 218 席，共和党拿下需要 9 个摇摆席，民主党则需要 13 席，因此众议院席位评级共和党略占优势。

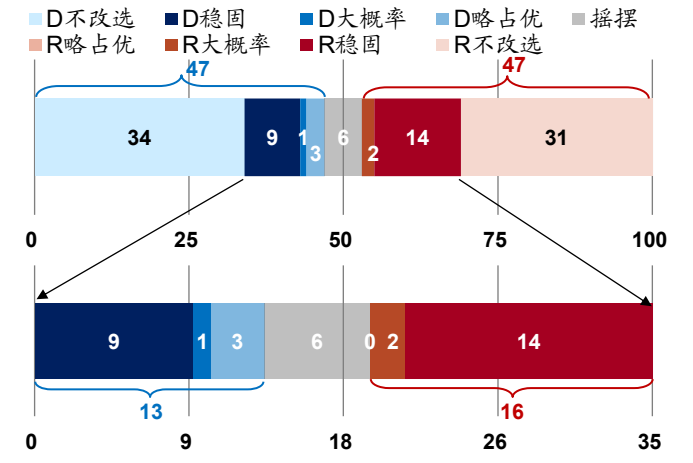
参议院竞争则更为胶着。计入不改选席位以及 CPR 评为“稳固、大概率、略占优”的席位后，两党阵营均约为 47 席，剩余 6 席全部被列为摇摆。由于共和党掌握副总统席位，在 50:50 情况下仍可控制参议院，因此共和党只需拿下其中 3 席即可维持控制权，而民主党至少需要拿下 4 席才能实现翻转。**整体来看，CPR 视角下参议院胜负高度集中于少数关键席位，共和党在控制权门槛上略占优势。**

图 11：评级机构对众议院选举席位的评级分布



资料来源：CPR（Cook Political Report），招商证券，截至 2026 年 8 月 25 日

图 12：评级机构对参议院选举席位的评级分布

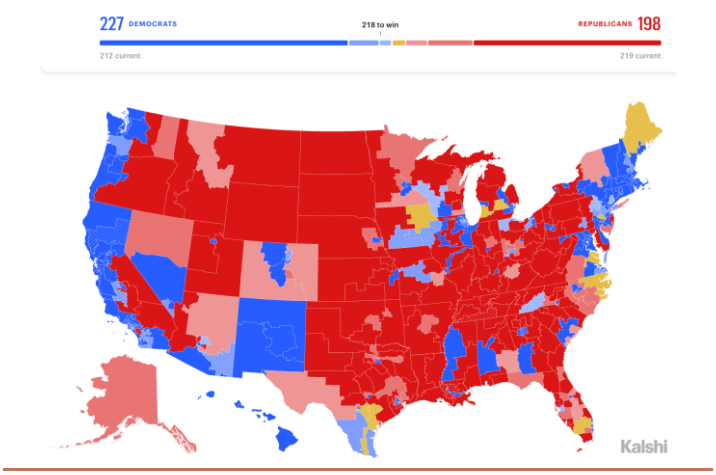


资料来源：CPR（Cook Political Report），招商证券，截至 2026 年 8 月 25 日

下载日志已记录，仅供内部参考

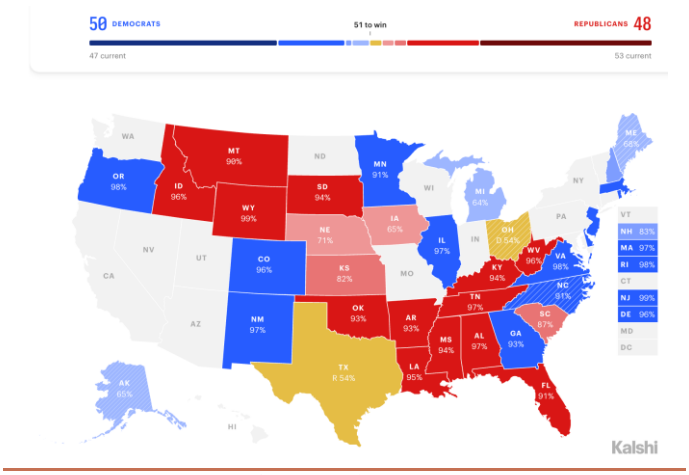
市场定价民主党胜率更高。众议院方面，美国预测平台 Kalshi 的席位推演显示，民主党可获得约 227 席、共和党可获得约 198 席，对应民主党控制众议院的概率约为 85%。**参议院方面，**Kalshi 预计民主党可获得约 50 席、共和党可获得约 48 席，但**共和党控制参议院的概率仍约为 53%，显示参议院胜负依然接近五五开，并高度取决于少数关键州**。相较 CPR 相对谨慎的席位评级，Kalshi 对部分关键选区已给出更明确的胜负倾向，显示预测市场当前对民主党在众议院的优势定价更为充分，而参议院判断仍接近均衡。

图 13：市场预测众议院选举席位推演



资料来源：Kalshi，招商证券，截至 2026 年 9 月 8 日

图 14：市场预测参议院选举席位推演



资料来源：Kalshi，招商证券，截至 2026 年 9 月 8 日

二、历次中选如何影响国会格局与市场表现？

我们梳理了 1946 年以来 20 次中期选举的国会席位变化及主要资产表现，并进一步结合两院控制权变化进行分类，以观察中选对政治格局和市场定价的历史影响。历史经验显示，中选通常对执政党形成席位压力，众议院更受全国政治风向影响，参议院则更依赖当届改选地图；市场层面，美股和黄金在中选后修复特征更明显，而美债和美元的方向性规律相对较弱。值得注意的是，本轮中选后不排除中东局势再次出现升级的可能性，进而部分历史规律可能失效。



1、历史经验：执政党普遍承压，众议院看总统支持率，参议院看改选地图

中选执政党众议院控制权削弱是大概率。1946 年以来 20 次中选中，众议院控制权共发生 7 次翻转，概率超三分之一；同期总统执政党有 18 次净丢席，仅 1998 年和 2002 年实现席位增加，平均损失近 30 席。控制权发生更替的年份往往伴随较大规模的执政党席位流失，如 1946 年、1994 年和 2010 年均减少 50 席以上。**整体来看，中选通常会削弱执政党在众议院的席位优势，但是否导致**

下载日志已记录，仅供内部参考

控制权更替，还取决于选前拥有的席位优势。

表 1：1946 年以来美国中期选举后众议院席位结构及总统党席位变化

中选年份	执政党	总统	任期	中选前总统支持率	民主党席位	共和党席位	其他党派席位	中选后众议院多数党	总统党席位变化	控制权变化
1946	**民主党**	**杜鲁门**	**接任任期**	**27%**	**188**	**246**	**1**	**共和党**	**-56**	**D→R**
1950	民主党	杜鲁门	第一任期	41%	235	199	1	民主党	-28	—
1954	**共和党**	**艾森豪威尔**	**第一任期**	**—**	**232**	**203**	**0**	**民主党**	**-18**	**R→D**
1958	共和党	艾森豪威尔	第二任期	—	282	153	1	民主党	-48	—
1962	民主党	肯尼迪	第一任期	61%	258	176	1	民主党	-4	—
1966	民主党	约翰逊	第一任期	44%	248	187	0	民主党	-47	—
1970	共和党	尼克松	第一任期	—	255	180	0	民主党	-12	—
1974	共和党	福特	接任任期	—	291	144	0	民主党	-48	—
1978	民主党	卡特	第一任期	45%	278	157	0	民主党	-15	—
1982	共和党	里根	第一任期	42%	269	166	0	民主党	-26	—
1986	共和党	里根	第二任期	—	258	177	0	民主党	-5	—
1990	共和党	老布什	第一任期	57%	267	167	1	民主党	-8	—
1994	**民主党**	**克林顿**	**第一任期**	**48%**	**204**	**230**	**1**	**共和党**	**-54**	**D→R**
1998	民主党	克林顿	第二任期	65%	211	223	1	共和党	4	—
2002	共和党	小布什	第一任期	67%	205	229	1	共和党	8	—
2006	**共和党**	**小布什**	**第二任期**	**37%**	**233**	**202**	**0**	**民主党**	**-30**	**R→D**
2010	**民主党**	**奥巴马**	**第一任期**	**45%**	**193**	**242**	**0**	**共和党**	**-63**	**D→R**
2014	民主党	奥巴马	第二任期	41%	188	247	0	共和党	-13	—
2018	**共和党**	**特朗普**	**第一任期**	**44%**	**235**	**199**	**0**	**民主党**	**-41**	**R→D**
2022	**民主党**	**拜登**	**第一任期**	**40%**	**213**	**222**	**0**	**共和党**	**-9**	**D→R**

资料来源：U.S. House of Representatives, Office of the Historian；The American Presidency Project（UCSB），招商证券，加粗年份表示该次中期选举后众议院控制权发生更替

参议院在中期选举中同样面临较高的控制权更替风险。1946 年以来 20 次中选中，参议院共发生 7 次多数党更替，其中 4 次与众议院同时翻转，分别为 1946、1954、1994 和 2006 年。**相比众议院，参议院更容易由少数关键席位决定最终归属。由于每次仅约三分之一席位改选，且改选州的党派结构差异较大，结果更依赖当届选举地图和选前席位差距，因此即使整体席位变动不大，也可能引发多数党更替。**例如，1954 年共和党仅净失 1 席即由共和党转为民主党控制，2002 年共和党净增 2 席也重新取得多数。

表 2：1946 年以来美国中期选举后参议院席位结构及总统党席位变化

中选年份	执政党	总统	任期	中选前总统支持率	民主党席位	共和党席位	其他党派席位	中选后参议院多数党	总统党席位变化	控制权变化
1946	**民主党**	**杜鲁门**	**接任任期**	**27%**	**45**	**51**	**0**	**共和党**	**-12**	**D→R**
1950	民主党	杜鲁门	第一任期	41%	49	47	0	民主党	-6	—
1954	**共和党**	**艾森豪威尔**	**第一任期**	**—**	**48**	**47**	**1**	**民主党**	**-1**	**R→D**
1958	共和党	艾森豪威尔	第二任期	—	65	35	0	民主党	-13	—
1962	民主党	肯尼迪	第一任期	61%	66	34	0	民主党	3	—
1966	民主党	约翰逊	第一任期	44%	64	36	0	民主党	-4	—
1970	共和党	尼克松	第一任期	—	54	44	2	民主党	2	—
1974	共和党	福特	接任任期	—	61	37	2	民主党	-5	—
1978	民主党	卡特	第一任期	45%	58	41	1	民主党	-3	—

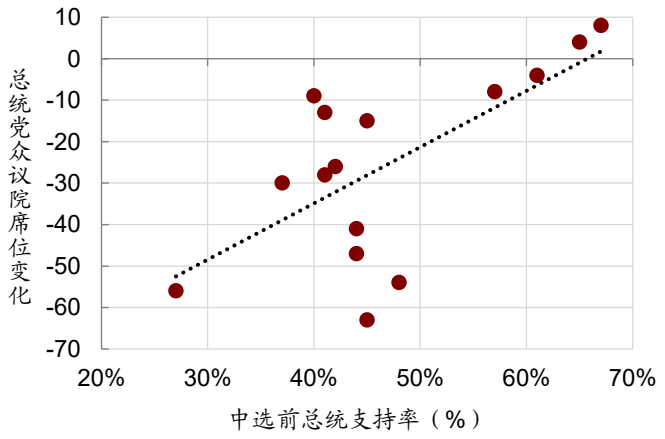
下载日志已记录，仅供内部参考

1982	共和党	里根	第一任期	42%	45	55	0	共和党	1	—
1986	**共和党**	**里根**	**第二任期**	**—**	**55**	**45**	**0**	**民主党**	**-8**	**R→D**
1990	共和党	老布什	第一任期	57%	56	44	0	民主党	-1	—
1994	**民主党**	**克林顿**	**第一任期**	**48%**	**48**	**52**	**0**	**共和党**	**-8**	**D→R**
1998	民主党	克林顿	第二任期	65%	45	55	0	共和党	0	—
2002	**共和党**	**小布什**	**第一任期**	**67%**	**48**	**51**	**1**	**共和党**	**2**	**D→R**
2006	**共和党**	**小布什**	**第二任期**	**37%**	**49**	**49**	**2**	**民主党阵营**	**-6**	**R→D**
2010	民主党	奥巴马	第一任期	45%	51	47	2	民主党阵营	-6	—
2014	**民主党**	**奥巴马**	**第二任期**	**41%**	**44**	**54**	**2**	**共和党**	**-9**	**D→R**
2018	共和党	特朗普	第一任期	44%	45	53	2	共和党	2	—
2022	民主党	拜登	第一任期	40%	48*	49	3*	民主党阵营	1	—

资料来源：U.S. Senate；The American Presidency Project（UCSB），招商证券，加粗年份表示该次中期选举后参议院控制权发生更替；“民主党阵营”包括民主党议员及与民主党共同议事的独立议员

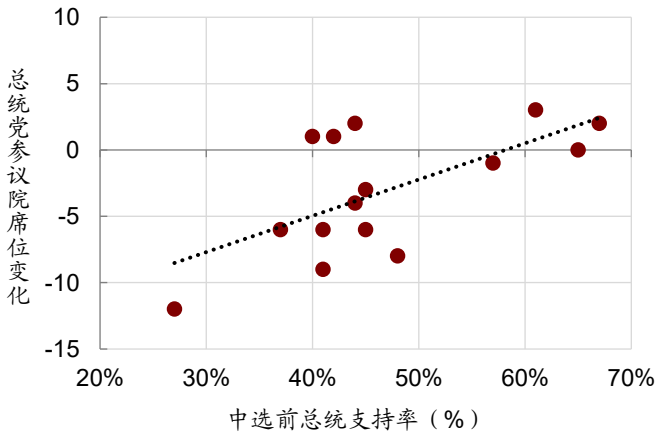
总统支持率与执政党中选席位表现总体呈正相关。总统支持率较低时，执政党在众议院往往面临更大的席位损失；支持率较高时，席位压力相对缓和，甚至可能实现净增席。例如，小布什 2006 年支持率 37%，共和党净失 30 席；而克林顿 1998 年和小布什 2002 年支持率分别为 65%和 67%，总统党均实现席位净增加。**参议院的相关性相对较弱，主因其每次仅约三分之一席位改选，结果更受改选地图、州级政治倾向和候选人因素影响**；相比之下，众议院全部 435 席同步改选，更容易反映全国性政治环境。

图 15：中选前总统支持率与众议院选举席位变化关系



资料来源：The American Presidency Project (UCSB)，招商证券，样本为 1946 年-2022 年

图 16：中选前总统支持率与参议院选举席位变化关系



资料来源：The American Presidency Project(UCSB)，招商证券，样本为 1946 年-2022 年

2、市场表现：美股黄金中选后修复更明显，但总统第二任期美股胜率下降，债汇并无稳健规律

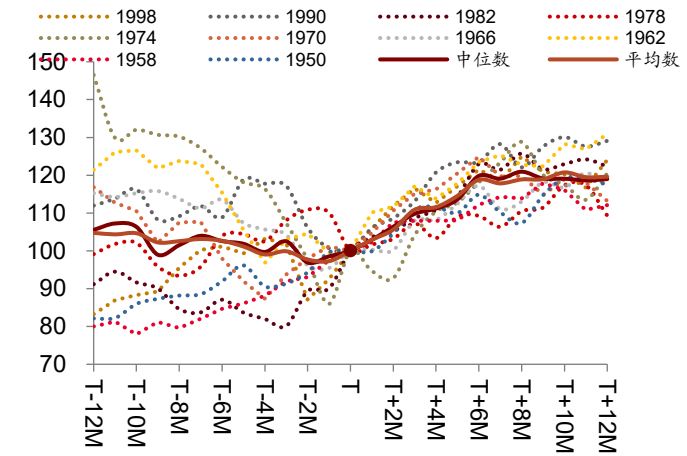
美股在中选前整体偏弱，选举落地后则普遍转强。1946 年以来，标普 500 在中选前 12 个月整体呈震荡偏弱走势，选后平均数和中位数均明显回升。**分情形看，**两院均未翻转时，中选前个体年份走势分化较大，但平均和中位数整体略偏弱；选举落地后，各年份走势逐步趋同，并呈现较明显上行。两院均翻转时，中选

下载日志已记录，仅供内部参考

后同样整体向上，延续修复态势。仅众议院翻转和仅参议院翻转时，走势整体较为接近，但仅参议院翻转情形下个别年份的波动和分化更为明显。

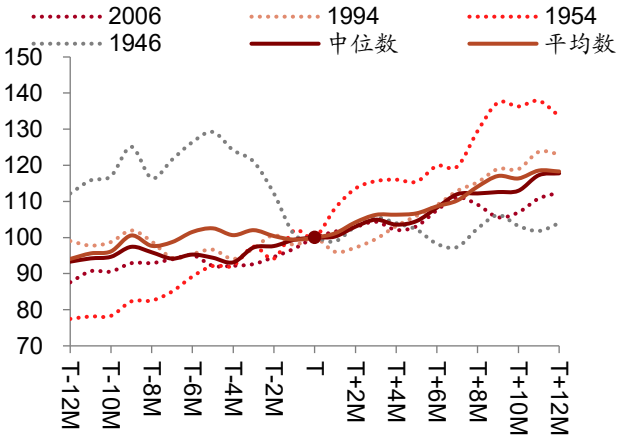
这一表现或与政治不确定性与市场风险偏好相关。中选前，国会控制权及财政、税收和监管政策方向尚未明朗，市场风险偏好相对谨慎；选举落地后，政策和立法格局逐步清晰，政治不确定性下降。**若国会控制权维持不变，政策延续性相对更强；若发生更替，则可能改变总统施政空间和立法推进难度，并引发财政、税收和监管预期的重新定价，因此不同情形下的市场修复幅度和波动特征有所差异。**不过，最终走势仍取决于经济周期、企业盈利和利率环境，控制权变化本身并不对应稳定的资产方向。

图 17：两院均未翻转情形下中选前后标普 500 走势



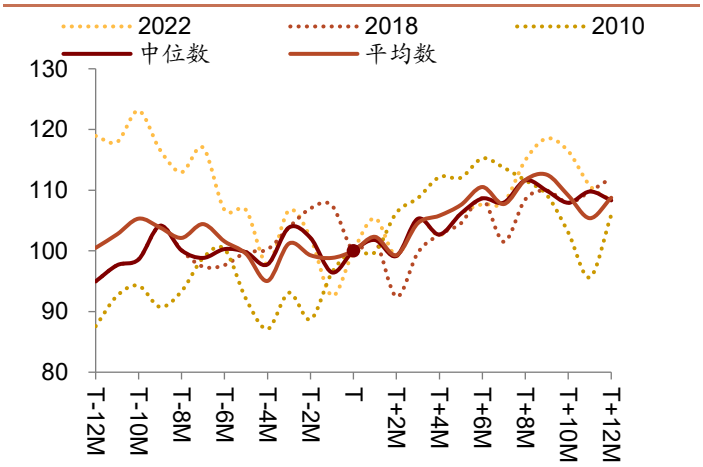
资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 18：两院均翻转情形下中选前后标普 500 走势



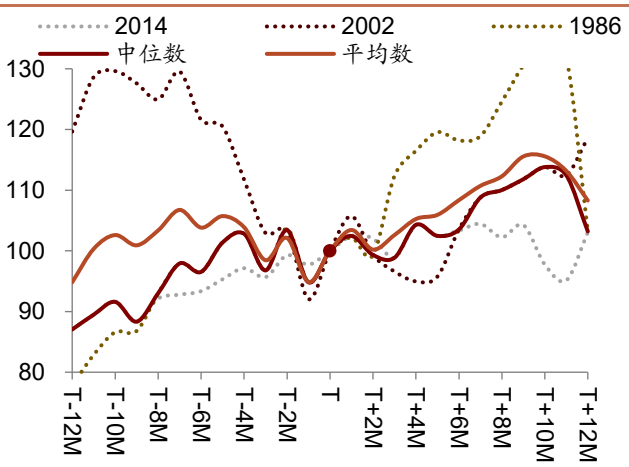
资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 19：仅众议院翻转情形下中选前后标普 500 走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 20：仅参议院翻转情形下中选前后标普 500 走势



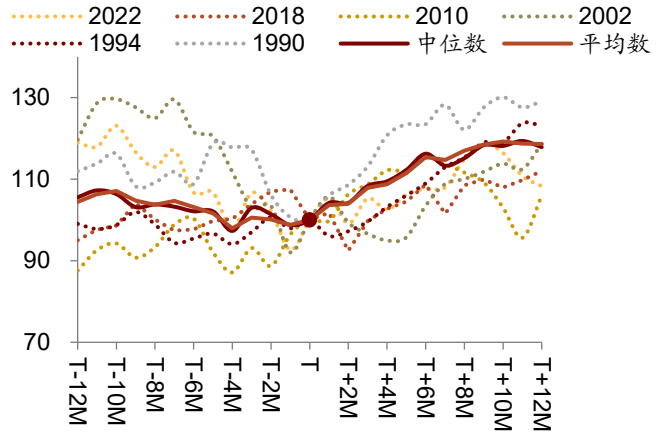
资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

相较第二任期，第一任期中选后美股上行趋势更为明显。从总统任期阶段来看，根据历史经验，第一任期中选后标普 500 平均及中位数走势均呈现更明显的上行斜率。**第一任期后半程临近连任窗口，政策端通常具有更强的稳增长和提振资产价格诉求；进入第二任期后，总统不再面临连任激励，且国会席位优势减**

下载日志已记录，仅供内部参考

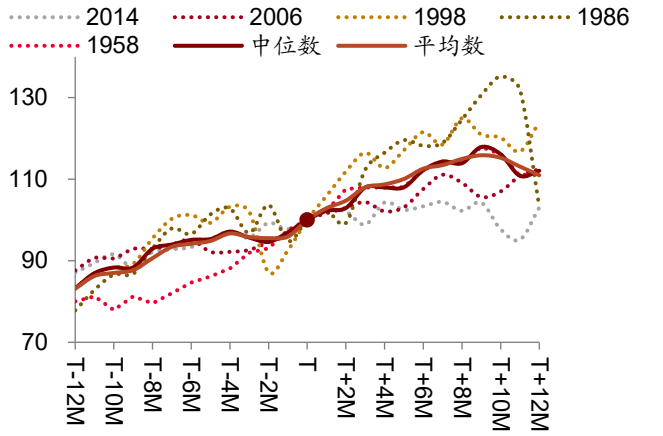
少，政策红利减弱。

图 21：总统第一任期中选前后标普 500 走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1954-2022 年

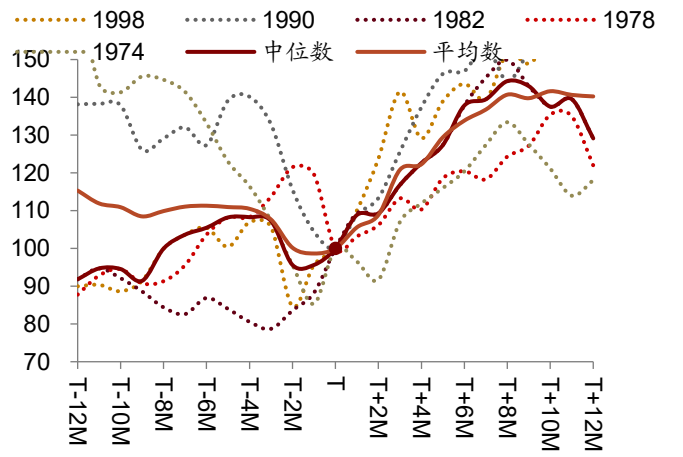
图 22：总统第二任期中选前后标普 500 走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1954-2022 年

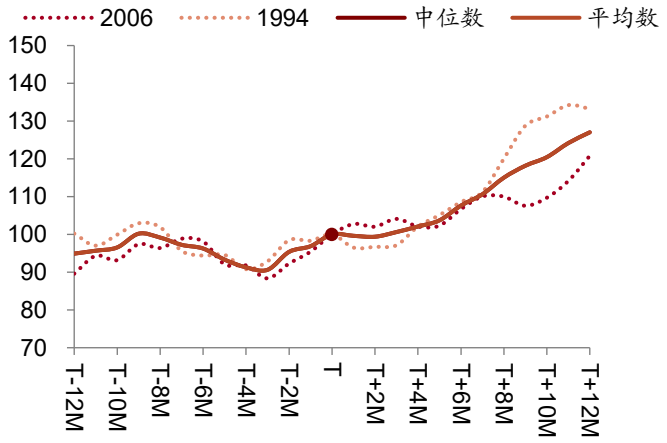
纳指在中选前后的表现与标普 500 总体一致，但波动幅度和选后修复弹性更大。两院均未翻转时，中选前个体年份分化较大，但选后走势明显趋同，上行斜率进一步加快，平均和中位数回升幅度均高于标普 500。两院均翻转时，选举落地后纳指亦整体上行，但上行斜率相对更温和。整体来看，科技股估值对风险偏好和政策不确定性变化更为敏感，中选落地后的估值修复弹性相对更强。

图 23：两院均未翻转情形下中选前后纳斯达克指数走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 24：两院均翻转情形下中选前后纳斯达克指数走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

中选落地后，信息技术、可选消费和金融等对风险偏好变化较为敏感的板块弹性更大。从全样本看，中选后 1 个月各行业平均涨幅大多在 0%—5%，行业分化相对有限；随着时间拉长至 6 个月，各行业收益普遍转强，其中信息技术、可选消费、工业和金融表现相对领先，显示选后行情逐步由短期风险偏好修复向成长和周期板块扩散。**分情形看，两院均未翻转时行业上行弹性最为突出，**

下载日志已记录，仅供内部参考

中选后 6 个月信息技术、可选消费和金融平均累计涨幅均在 35%左右，原材料、工业等周期行业亦明显走强；**两院均翻转时多数行业同样上涨，但涨幅更为均衡，信息技术表现相对领先**。仅众议院翻转时通信服务、信息技术和工业相对占优；仅参议院翻转时修复力度相对较弱，部分行业仍录得负收益，行业间分化更为明显。

从行业属性看，成长板块估值对风险偏好更为敏感，周期板块则更多受经济增长和盈利预期驱动，因此在选后风险偏好改善阶段往往呈现更高弹性；防御板块受政策和风险偏好变化影响相对较小，整体表现更为平稳。不同政治情形下行业差异更多体现为成长、周期与防御板块之间的弹性差异，而非形成稳定的党派或控制权对应关系。

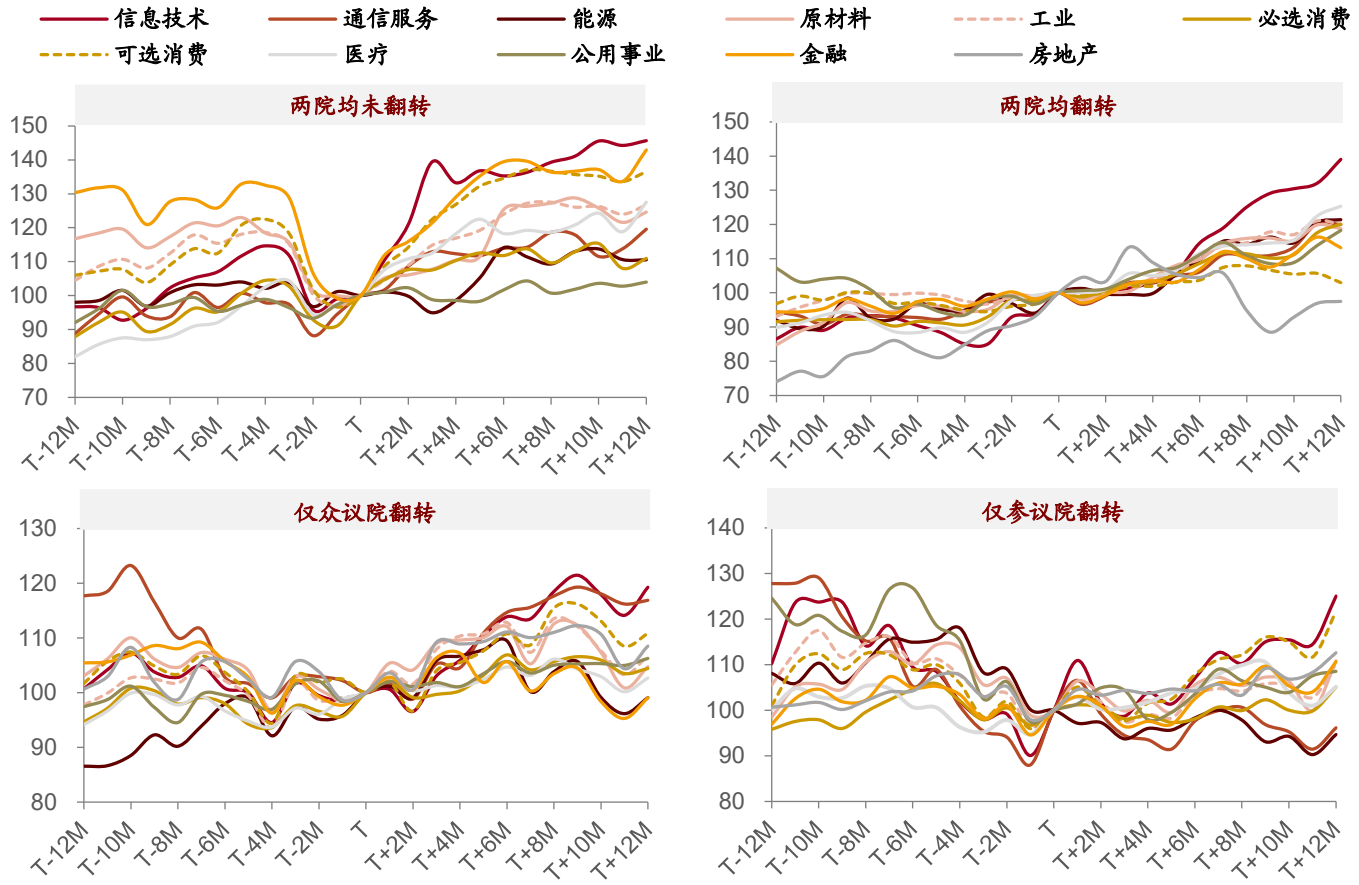
表 3：标普分板块股指平均累计收益率

	信息技术	通信服务	能源	原材料	工业	必选消费	可选消费	医疗	公用事业	金融	房地产
选举当月累计收益率（T+1M）											
整体	**5%**	**2%**	**0%**	**4%**	**3%**	**2%**	**4%**	**3%**	**1%**	**4%**	**4%**
两院均未翻转	11%	2%	1%	5%	5%	5%	9%	8%	1%	12%	
两院均翻转	0%	-3%	1%	-2%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	-3%	4%
仅众议院翻转	1%	2%	1%	5%	4%	2%	2%	3%	2%	3%	4%
仅参议院翻转	11%	7%	-3%	6%	5%	1%	5%	3%	1%	3%	5%
选举后 6 个月累计收益率（T+6M）											
整体	**17%**	**9%**	**8%**	**13%**	**13%**	**6%**	**14%**	**9%**	**6%**	**13%**	**8%**
两院均未翻转	35%	14%	14%	25%	24%	12%	35%	18%	2%	39%	
两院均翻转	15%	6%	10%	10%	10%	9%	4%	12%	11%	7%	4%
仅众议院翻转	14%	15%	9%	12%	13%	7%	11%	5%	6%	6%	11%
仅参议院翻转	7%	-2%	-2%	6%	3%	-2%	8%	5%	4%	3%	4%

资料来源：Refinitiv，招商证券，样本为 1990-2022 年四种情形下的平均值

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：四种情形下美国中选前后标普 500 分板块走势



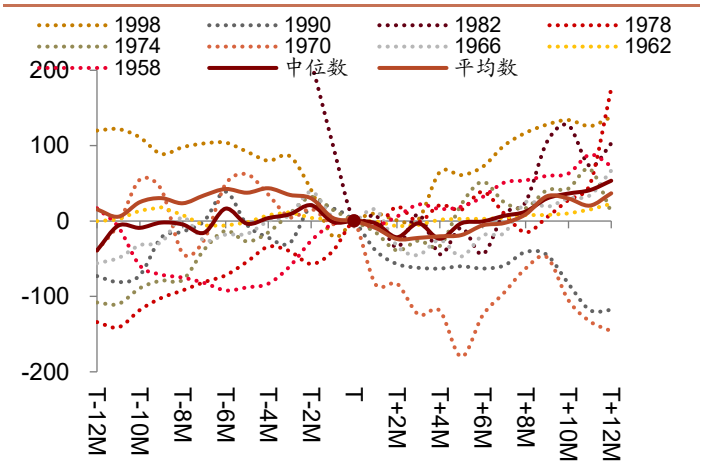
资料来源：Refinitiv，招商证券，样本为 1990-2022 年四种情形下的平均值

10 年期美债收益率在中选前后整体呈现较大波动。两院均未翻转时，中选后收益率先回落、随后逐步回升；两院均翻转时，平均收益率整体偏下行，而中位数则围绕基期震荡，组内分化较大。仅众议院翻转时，选后平均和中位数整体偏弱；仅参议院翻转时，中选后收益率先回落、随后明显回升，波动幅度最大。

该分化或反映国会控制权变化对财政预期和国债供给预期的影响。国会格局若维持不变，财政政策延续性相对较强；若发生翻转，则可能改变总统财政议程的推进空间，并影响市场对赤字、发债规模和期限溢价的定价。其中，众议院控制权变化对税收和支出议程的约束尤其直接。**不过，长端利率同时受到通胀、经济增长和美联储政策影响，因此不同年份之间的分化明显高于股市，控制权变化更多影响利率重新定价的路径和幅度，而非形成稳定的方向性规律。**

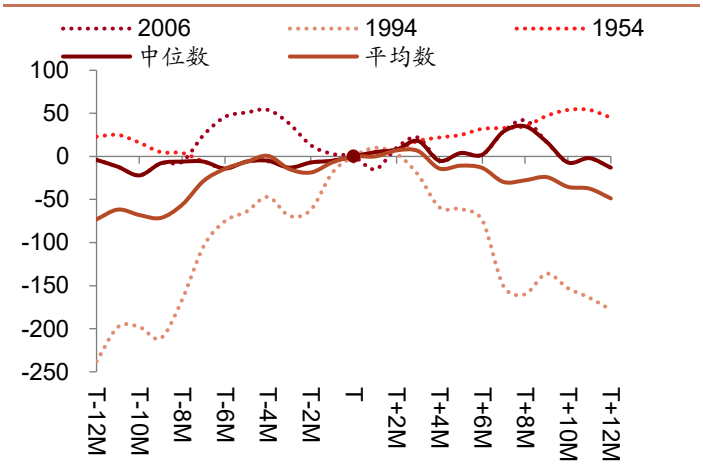
下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：两院均未翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps)



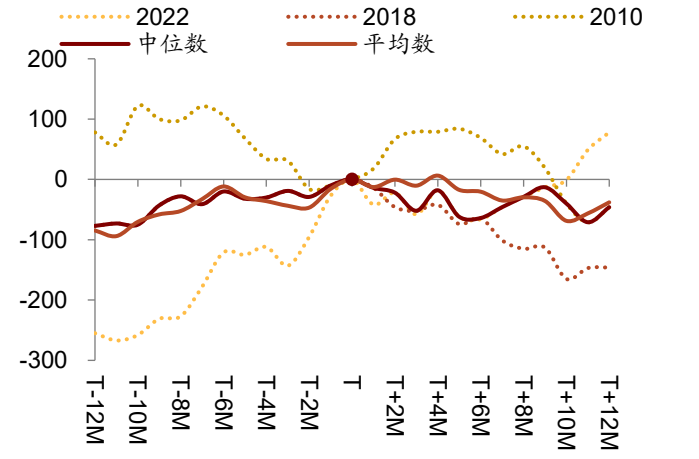
资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 27：两院均翻转情形下中选前后 10 年美债收益(bps)



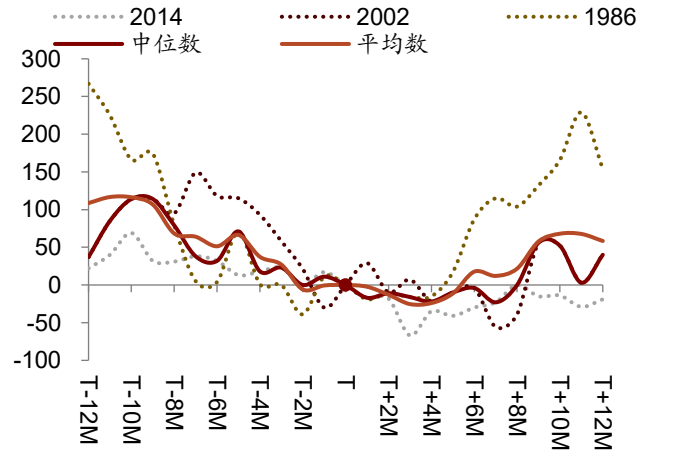
资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 28：仅众议院翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps)



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

图 29：仅参议院翻转情形中选前后 10 年美债收益(bps)

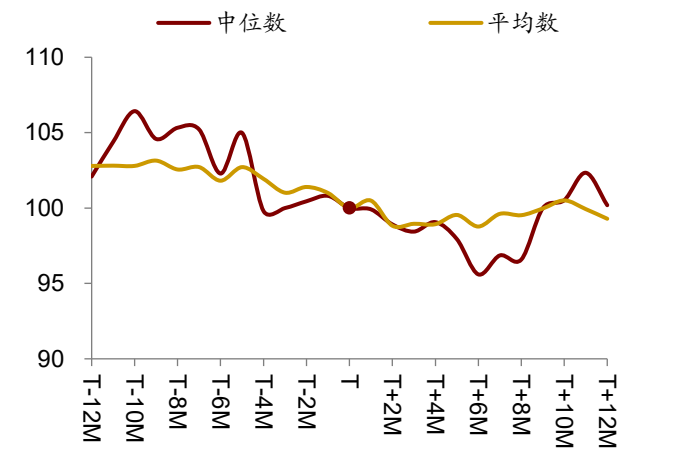


资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期

美元指数在选后表现整体偏弱。全样本看，中选前美元大致围绕基期震荡，中选后继续回落。**分情形看，**两院均未翻转时美元表现相对更强，中选后先回落后逐步企稳并重新回升；而两院均翻转、仅众议院翻转和仅参议院翻转时，美元中选后整体偏弱，后半段多数低于基期。

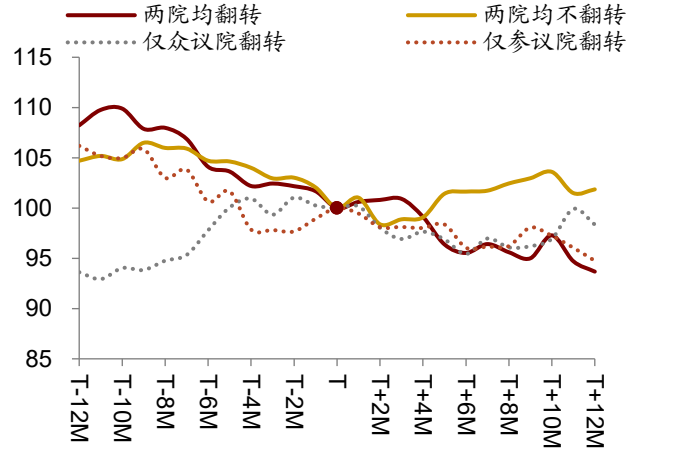
下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：中选前后美元指数走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1974 年-2022 年

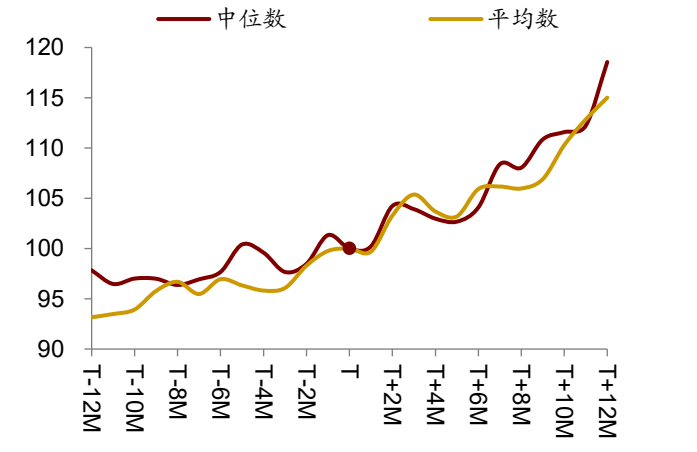
图 31：四种情形下中选前后美元指数走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1974 年-2022 年（平均值）

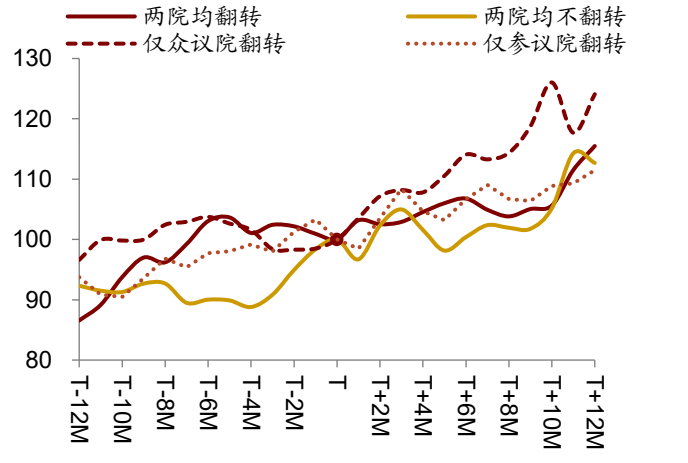
黄金呈现较明显的“选后走强”特征。全样本看，中选前黄金整体处于震荡偏弱状态，平均数和中位数均低于基期；选举落地后则持续上行。**分情形看，**四类国会控制权变化下黄金选后均总体上涨，其中仅众议院翻转时涨幅最为突出。

图 32：中选前后黄金价格走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1978 年-2022 年

图 33：四种情形下中选前后黄金价格走势



资料来源：Wind，招商证券，以每年 10 月底为基期，数据为 1978 年-2022 年（平均值）

三、本次中选可能的黑天鹅事件

1、民主党内斗加剧或使其难以形成统一合力

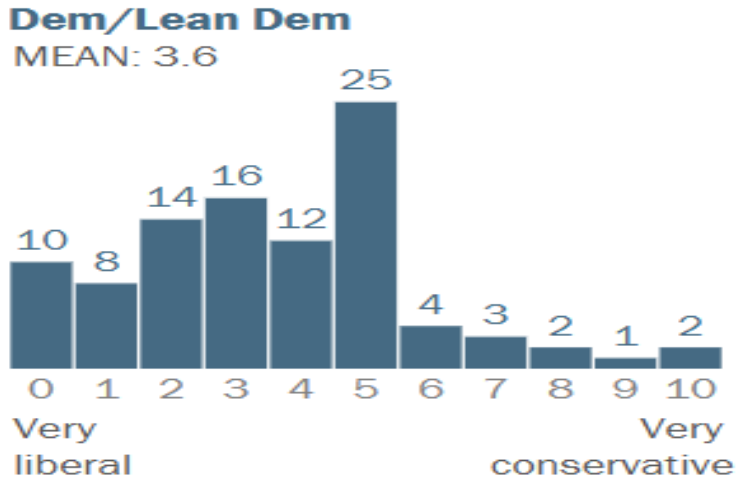
如前文所述，尽管民主党在整体民调和市场预测中占据领先地位，但我们认为民主党内部日渐分裂的局面可能会在一定程度上削弱民主党中选优势。

一是，民主党大多数人并不认为自己与党派理念完全一致。在今年 4 月 Pew 的

下载日志已记录，仅供内部参考

调查中，大多数民主党人和倾向民主党的独立选民（60%）认为自己偏左，只有 25%认为自己与民主党的意识形态定位一致。

图 34：民主党自身意识形态评分



资料来源：PEW，招商证券，调查期为 2026 年 4 月 20 日-26 日

二是，民主党党内矛盾已从政策分歧转向领导权分歧。据 9 月 8 日 Axios 报道，众议院民主党领袖哈基姆·杰弗里斯最近正面临来自党内左翼越来越大的压力，比如支持全民医保，与特朗普女婿库什纳举行会谈。部分左翼进步派人士已公开表达替换众议院民主党领袖的看法。若左翼进步派力量继续扩大，杰弗里斯未来需要寻找双向平衡：即必须争取中间派和摇摆选区，又必须满足党内左翼不断提高的政策要求。这种矛盾的结构使民主党领导层的政策空间明显受到压缩。

三是，中间派也开始公开挑战民主党领导层。民主党内部矛盾并非只有左翼进步派的挑战，9 月 1 日民主党众议员贾里德·戈尔登和玛丽·格鲁森坎普·佩雷斯在反社会主义决议等一系列议案的关键程序性投票中与共和党站在一起，且事先没有通知民主党领导层。随后杰弗里斯与民主党领导层对此提出批评并考虑惩罚二人。

目前来看，民主党内部可能出现了双向离心：一方面，进步派认为民主党领导层不够激进；另一方面，摇摆选区中的中间派议员认为党团领导层过于强调全国性党争，可能损害自身的地方选举利益。这种结构性矛盾使民主党很难形成高度一致的全国竞选合力，进而民主党是否能如市场预期般拿下众议院甚至两院存疑。

2、总统调查与弹劾 2.0？

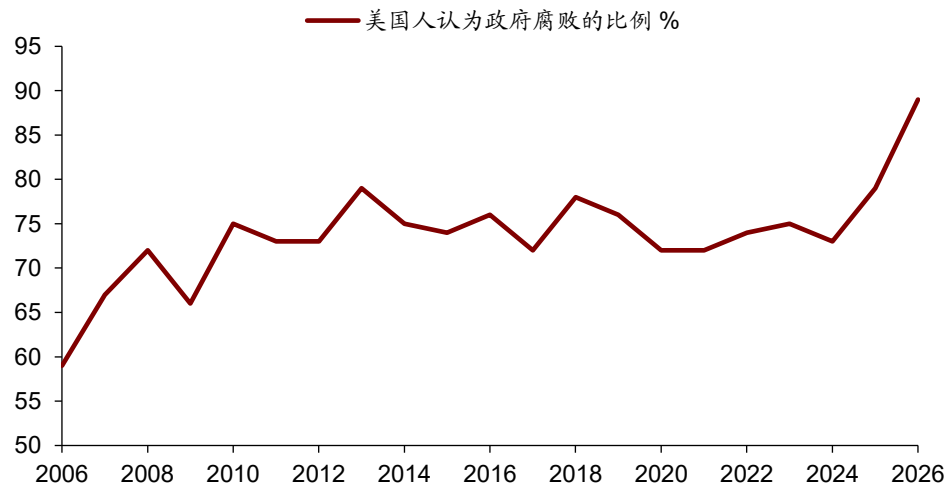
假若民主党重新夺回众议院，那么是否可能再度发起对特朗普的调查和弹劾？我们认为概率极高，但特朗普被弹劾概率极低。

下载日志已记录，仅供内部参考

首先，对特朗普及其家族的调查几乎是确定性事件。早在今年 3 月，众议院民主党人已经公开准备了夺回众议院后大规模调查特朗普政府及其家族的方案，潜在调查对象包括特朗普本人、家族商业活动、政府资金使用以及行政权力等。加之，Gallup 调查显示，2026 年 89%的美国人认为政府腐败普遍存在，这一比例是统计以来的最高值，借助民怨渲染对特朗普的调查似乎板上钉钉。

其次，弹劾本身的象征意义大于实际意义。历史上，众议院分别在 2019 和 2021 年对特朗普发起弹劾。若民主党重新夺回众议院，他们面对的是第二任期尾声且已存在大量事实争议的特朗普。若对特朗普行政权力滥用、家族商业利益和战争权的调查结果不利，民主党发起弹劾只是时间问题。只是，总统弹劾定罪需要参议院 2/3 多数，这几乎不可能实现。因此，弹劾的象征意义和长期利益更加重要。一方面，利用调查和弹劾对共和党参议员施压，限制部分共和党参议员的政治权力；另一方面，民主党也可以将特朗普本人行为与共和党绑定，为 2028 年大选铺路。

图 35：美国人认为政府腐败比例的调查



资料来源：Gallup，招商证券

四、本次中选结果的情景推演

第二部分已充分展示历次中选的国会格局和市场表现，但本次中选的背景和以往都不太一样，这里仅做简单探讨。

情形一：分裂国会，民主党掌控众议院，共和党掌控参议院。该情形最符合当前市场预期，进而对市场的冲击可能也最小。民主党掌控众议院对特朗普政府最大的影响是财政。由于预算调解程序需要参众两院都通过一份预算决议，因此只要众议院由民主党掌控，预算调解推进财政立法根本无从着手，除非共和党与民主党谈判（类似去年），届时民主党可以争取更多的筹码。两党相互制衡的局面下政策端不会出现大的变化，财政空间受掣后特朗普可能希望货币政策多做一些让步，进而要么再次出现市场对联储独立性的质疑，要么出现联储和政府分庭抗礼的情况，流动性环境难言乐观。

下载日志已记录，仅供内部参考

情形二：共和党横扫。该情形或最超市场预期，但正如前文所述，只要民主党足够分裂共和党是有拿下两院的可能性，财政支出可能会进一步发力，而今年暂搁的松监管和再工业化政策可能会卷土重来。市场重启 MAGA 交易，风险偏好显著回暖，科技行情或将注入新的活力，流动性环境也有望得到改善。

情形三：民主党横扫。该请形概率同样偏低，但不用太过担心特朗普在丢掉两院后权力的收缩。即便丢失两院，民主党在立法层面可能会限制特朗普，但这可能会变相导致特朗普更加依赖行政令、紧急状态声明和监管行动。若两党无法达成动态平衡，很可能会导致民主党发起对特朗普调查和弹劾，两党对抗或进一步加剧。特朗普的政策重心也可能从内政转向外事，地缘政治不确定性或进一步上升，市场对美元资产的担忧可能会进一步强化。

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。

投资评级定义

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；中国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基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 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，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。