仅供内部参考，请勿外传

美国中期选举关注指南

中期选举跟踪深度报告

证券研究报告

2026 年 10 月 15 日

分析师

张泽恩 S0800524030002

15927409308

zhangzeen@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

2026 年美国中期选举作为全球政治周期中的关键节点，其深层意义远超议会席位的常规轮替。美国国会两院的职能分工决定了不同结果的政治后果并不对称。我们认为能否守住国会两院的多数席位，将在很大程度上决定特朗普最后两年任期的政策走向。

本届中期选举的真正“阵眼”在于参议院选情。仅丢一院和被横扫对于特朗普政府存在本质区别。整体来看，我们认为当前参议院摇摆州选情民主党整体更为占优。民主党只需守住自身摇摆州席位，并在俄亥俄、缅因、阿拉斯加等领先州中兑现至少 3 席，即可完成净增 4 席夺回控制权的目标；而共和党则需同时防守六个竞争州，在资金投放与候选人资源上面临多线摊薄的风险。

初选结果对 11 月中选有直接参考价值。初选投票反映两党的动员能力，候选人筛选结果决定了普选阶段的意识形态站位和资源分配。民主党初选情况表明进步派浪潮初涌摇摆州，但党内分裂亟待整合。而共和党初选进程则体现总统背书效力趋弱且党内分歧集中在具体议题。

我们认为，决定选情走向的议题集中在**生活成本、数据中心、人工智能与移民执法、竞选资金与助选热度几条线**。它们的共同点在于都直接关联选民的日常开支或安全感受，因而更有可能在最后阶段改变部分选民的投票决定。

未来一个月的中选观察重点可以归为四项：**第一，特朗普阵营资金闸门是否真正打开。第二，核心摇摆州的选情。第三，生活成本相关变量的走向。第四，国会立法议程的实际产出。**

本轮中期选举对大类资产的直接影响有限，真正影响定价的是选举年份的宏观环境，其中能源价格与货币政策是主导变量。选举结果对于中美关系而言，影响集中在关税与科技制裁两个方向。但考虑到中期选举涉及的多是各选区的地方性事务，中美关系不太可能成为主要议题，今年两国关系总体或仍以稳定为主；如果民主党重夺国会，一方面国会对华政策施压增强，另一方面总统在国内议题上受掣肘后可能把更多精力转向国际事务，后者或许会为双边合作留出空间。

综合来看，本轮中期选举的基准情景仍是共和党丢掉众议院，参议院归属取决于少数几个战场州的结果。目前选情整体民主党占优，但特朗普政府仍有机会通过竞选资金或控制居民成本翻盘。

风险提示：美国通胀水平超预期，竞选资金投放与最后阶段助选效果超预期，两党内部分裂超预期，中东冲突走向超预期。

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

一、 特朗普的“跛脚鸭”焦虑：参议院定成败 4
1.1 中期选举对特朗普政府意味着什么 4
1.2 参议院作为中期选举的“阵眼” 6
二、 摇摆州选情：共和党的防守重心与民主党的翻盘路径 8
三、 初选复盘：普选信号与两党现状 11
3.1 初选对最终结果的预示作用 11
3.2 民主党初选复盘：进步派浪潮初涌摇摆州，但党内分裂亟待整合 12
3.3 共和党初选复盘：总统背书效力趋弱，党内分歧集中在具体议题 13
四、 决定中期选举选情走向的核心议题有哪些 16
4.1 生活成本：本轮选举的支配性议题 16
4.2 人工智能与移民执法：关注度高、选举权重有限 19
4.3 助选效率与竞选资金 20
4.4 选举规则与投票环境的变化 21
4.5 对两党当前态势的判断 22
4.6 中期选举前瞻：最后一个月的核心观察变量 23
五、 中期选举对市场的影响 24
六、 风险提示 25

图表目录

图 1：中期选举中众议院全部改选而参议院改选约三分之一 4
图 2：总统、众议院和参议院之间亦存在“三角掣肘” 5
图 3：特朗普第二任期的支持率逐渐走低 6
图 4：当前市场对共和党丢掉众议院已形成预期（20260923） 7
图 5：预测市场认为民主党有较大可能赢得参议院（20260923） 7
图 6：RealClearPolitics 民调的九个参议院摇摆州（20260923） 8
图 7：Polymarket 对民主党参议院选举持乐观态度（20260923） 8
图 8：民调显示当前摇摆州多利好民主党（20260923） 11
图 9：机构资金层面共和党领先民主党 12
图 10：特朗普大部分政策支持率逐步下滑（20260923） 15
图 11：特朗普当前支持率较其他历任美国总统处于低位（1990 年以来） 15
图 12：各项议题中生活成本的受关注程度最高 16
图 13：目前美国通胀水平仍有韧性 17
图 14：伊朗战争后油价大幅上涨 17

仅供内部参考，请勿外传

图 15：能源价格是维持美国通胀的主要原因之一（%）.....18
图 16：数据中心分布与部分摇摆州重合.....19
图 17：多数资金花费在特朗普曾领先的选区.....21
图 18：对两党当前态势的总结.....22
图 19：特朗普签署行政令涉及燃油税减负.....23
图 20：特朗普在社交媒体称中期选举前不打伊朗.....23
图 21：美股在中期选举前后呈现明显季节性.....24
图 22：府会格局与美股区间表现（2000 年至今）.....24

表 1：两院差异比较.....5
表 2：关键摇摆州选情分析.....10

仅供内部参考，请勿外传

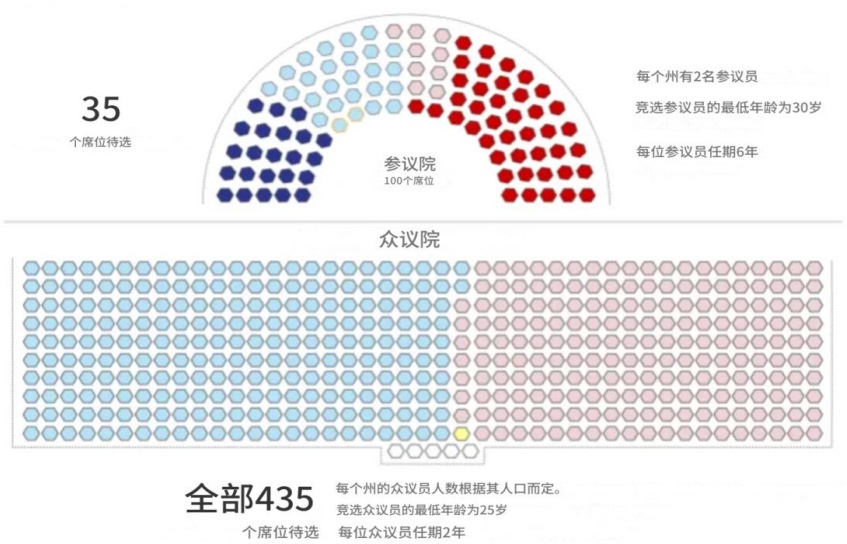
一、特朗普的“跛脚鸭”焦虑：参议院定成败

1.1 中期选举对特朗普政府意味着什么

2026 年美国中期选举作为全球政治周期中的关键节点，其深层意义远超议会席位的常规轮替。这场选举可以被视为是对特朗普政府执政绩效的阶段性审视。美国中期选举在总统四年任期的中点举行，其核心意义在于重新界定联邦立法机构——国会的权力平衡，并对在任政府的经济、税收、外交和国防等方面施政造成影响。国会由两院组成：众议院和参议院。中期选举涉及众议院全部 435 个席位的改选，众议员任期为两年。由于众议院所有席位均需重选，其结果被视为对现任总统执政表现的一次全国性公投，对短期政治情绪的反应最为敏感。

参议院则采取错位任期制，参议员任期为六年。因此，在任何一次中期选举中，只有约三分之一（通常为 33 至 34 个）的参议院席位需要改选。参议院的错位任期机制为美国政治制度提供了一定程度的稳定性和连续性，能够部分对冲众议院选举带来的短期政治冲击。中期选举的结果将直接决定未来两年美国立法和监管环境的基础。

图 1：中期选举中众议院全部改选而参议院改选约三分之一

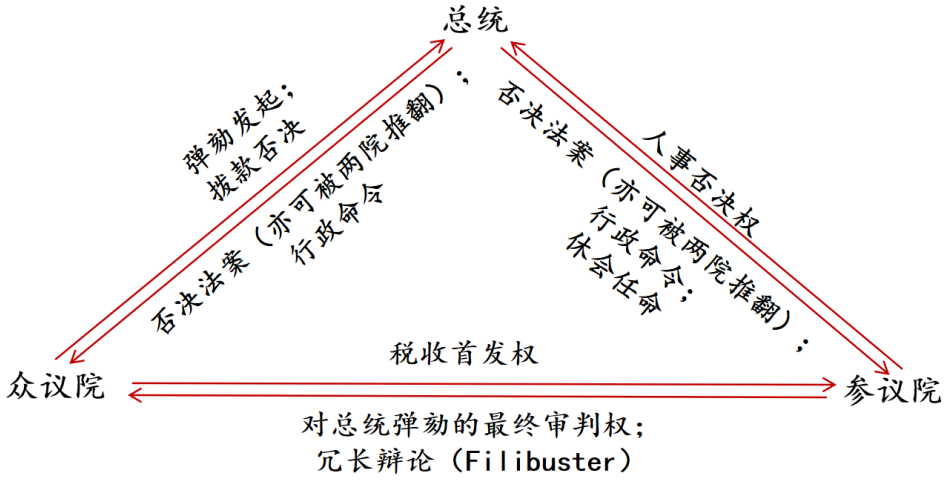


资料来源：ALJAZEERA，西部证券研发中心

美国国会两院的职能分工决定了不同结果的政治后果并不对称。众议院掌握税收与拨款法案的首发权以及弹劾程序的发起权；参议院掌握内阁官员、联邦法官与最高法院大法官的任命批准权以及弹劾审判的定罪权。据此可以分为三种情景：若民主党只夺回众议院，特朗普的立法议程会明显受阻，但仍可依靠参议院推进法官任命、通过预算和解程序推动部分立法并阻止弹劾定罪；若两院同时易手，特朗普政府的官员任命与行政令都会受到实质阻断，民主党还可能启动弹劾程序；而若共和党守住两院，其政策推进的制度阻力将保持在低位。因此，我们认为能否守住国会两院的多数席位，将在很大程度上决定特朗普最后两年任期的政策走向。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：总统、众议院和参议院之间亦存在“三角掣肘”



资料来源：ConstitutionAnnotated，参考消息，央视新闻，21 经济网，AMPO，中国法学网，西部证券研发中心

表 1：两院差异比较

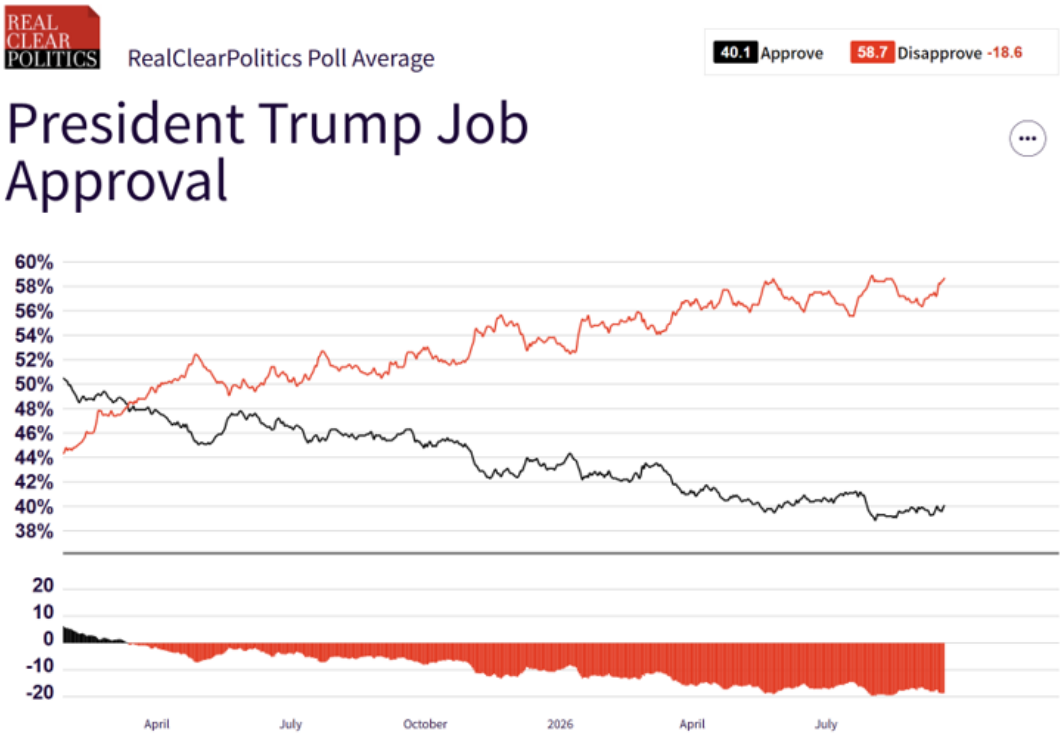
差异	众议院(House)	参议院(Senate)
议员人数	435	100（每州 2 名）
议员任期	2 年	6 年
改选频率	每 2 年全部改选	每 2 年改选约 1/3 席位
选举规则	普选，以选区为单位（按人口比例划分）	普选，以州为单位
候选人限制	至少 25 岁；成为美国公民至少 7 年	至少 30 岁；成为美国公民至少 9 年
重划选区影响	有影响（边界每 10 年根据人口调查调整，但各州也可各自立法修改）	无影响（州边界固定）
核心权力	提出税收和收入相关法案；弹劾公职人员	起草和批准总统提名；审理弹劾

资料来源：Maryville university，西部证券研发中心

两党都在为选举后的局面做准备。白宫内部自春季起就在组织应对国会问询的培训，并为保护总统与私人顾问的通信做法律铺垫，目标是应对民主党可能重新掌控国会后发起的一系列调查。国会民主党人则表示，若 11 月赢得控制权，将针对国防部长展开公开听证与调查，追查伊朗战争、战争罪指控、五角大楼商业往来等争议，部分议员更提出可能推动弹劾。在选举尚未举行时，双方就手准备选举后对抗的状态，说明分裂政府情景已被市场和政坛广泛接受。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：特朗普第二任期的支持率逐渐走低



资料来源：RealClearPolitics，西部证券研发中心

1.2 参议院作为中期选举的“阵眼”

我们的判断是，本届中期选举的真正“阵眼”在于参议院选情。虽然众议院席位多、任期短、每次全部改选，对短期政治情绪的反应最直接，但民主党夺回众议院的概率已被定价得较为充分。根据 polymarket 网站数据，当前市场预期共和党丢失众议院概率已经高达 94%。且从历史数据来看，美国政治长期存在制衡执政党的强历史惯性，自 1946 年以来的 20 次中期选举中，总统所属政党有 18 次失去了众议院席位，败率高达 90%。自杜鲁门时代起，历史上只要总统在中期选举前的支持率低于 50%，其所在政党必定会失去众议院控制权。而当前特朗普的支持率持续走低，民调层面，9 月 13 日发布的调查显示特朗普整体支持率为 39%，61%的受访者不认可其表现；48%的潜在选民表示总统的背书反而会降低他们支持某位候选人的可能性。甚至近期特朗普本人对选举结果的预期已经出现变化。他在 9 月 10 日接受采访时表示，不会像 2024 年为自己竞选那样全力以赴为本党助选，并称若民主党夺回国会，他计划充当“阻碍者”，阻挠对方提出的法案。

此外，仅丢一院和被横扫对于特朗普政府存在本质区别。我们认为对特朗普政府而言，失去众议院与同时失去参众两院，其政治后果不可同日而语。考虑到两院职能上的区别，若特朗普政府仅丢失众议院，影响的主要为共和党在国会的立法议程，而特朗普第二任期的主推立法法案如《大而美法案》已推出。而因为共和党仍掌控参议院，则可继续推进联邦法官任命（包括最高法院大法官）、通过预算和解程序推动部分立法，并阻止民主党发起的弹劾审判定罪，即特朗普政府虽面临立法掣肘，但仍保有核心权力工具。但若特朗普丢失两院，则或将面临全面的“分裂政府”困境，被“横扫”的影响不只体现在主动立法权的丧失，特朗普的官员任命以及行政令权力也受到较大冲击。无论是内阁官员、关键行政岗位，还是司法系统任命，均将面临实质性阻断，且民主党可以通过国会立法推翻行政令。其次，特朗普或面对更高的弹劾风险：若民主党两院联动，大概率会以战争授权、滥用职

仅供内部参考，请勿外传

权为由启动对总统弹劾，虽难定罪但会对其造成政治重创，大幅消耗其政治资本。最后，两院丢失的负面影响更体现在党内压力层面。如果共和党在中期选举中受挫，特朗普在党内的权威将被大大削弱。党内建制派、鹰派势力与硅谷精英群体，大概率提前入局角逐，抢夺特朗普淡出政坛后的共和党话语主导权。

图 4：当前市场对共和党丢掉众议院已形成预期（20260923）



资料来源：Polymarket，西部证券研发中心

图 5：预测市场认为民主党有较大可能赢得参议院（20260923）



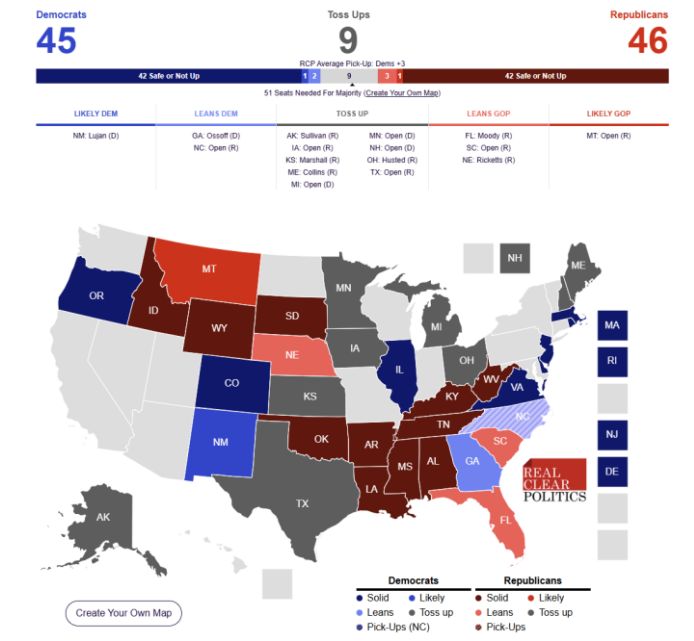
资料来源：Polymarket，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

二、摇摆州选情：共和党的防守重心与民主党的翻盘路径

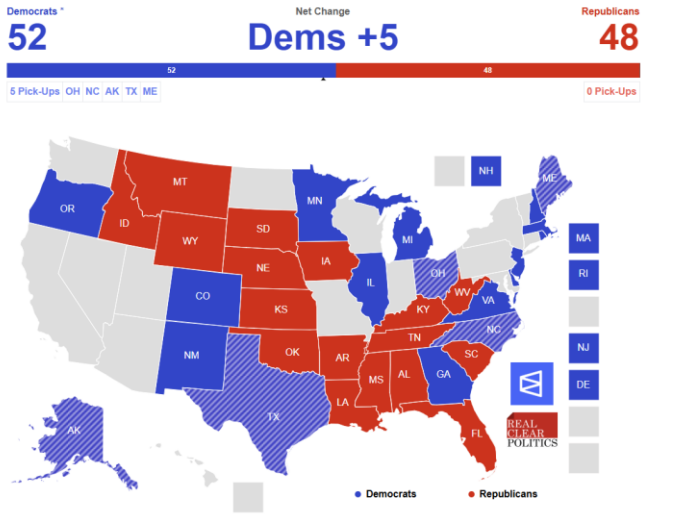
我们的判断是，参议院控制权取决于几个关键摇摆州的博弈结果。共和党目前以 53 席对 47 席占据优势，民主党需要净增 4 席才能夺回控制权，且必须守住自身全部席位。从历史复盘来看，自 1934 年到 2018 年的 22 次中期选举里，执政党平均会失去 4 个席位，因此民主党完全存在翻盘可能。本轮改选席位中共和党需要防守的数量远多于民主党，但多数位于安全红州，真正决定归属的是少数几个战场州。其中民主党必须守住密歇根、明尼苏达和新罕布什尔，同时从共和党手中净夺四个席位。综合公开民调与两党内部评估，共和党的真实处境比公开表态更紧张：在 9 月达拉斯大会期间的闭门场合，共和党人承认可能在佐治亚和北卡罗来纳失利，同时对密歇根、缅因和阿拉斯加保持乐观。从中立机构 RealClearPolitics（RCP）界定的九个摇摆州来看：

图 6：RealClearPolitics 民调的九个参议院摇摆州（20260923）



资料来源：RealClearPolitics，西部证券研发中心

图 7：Polymarket 对民主党参议院选举持乐观态度（20260923）



资料来源：RealClearPolitics，西部证券研发中心

俄亥俄州是本轮共和党防守压力上升最快的中西部战场。该州共和党在任参议员赫斯特德寻求连任，对手是前民主党参议员布朗。当前民调显示，布朗暂时以 48.3%对 43.5%领先。筹款层面，布朗在前两个季度分别筹得 1250 万和 1410 万美元，6 月底账上现金为 1620 万美元，赫斯特德约为 940 万美元。加密货币行业资助的超级政治行动委员会 Fairshake 宣布至少投入 3000 万美元阻止布朗重返参议院，为其本周期迄今最大单笔支出。议题层面有两个变量需要跟踪。一是**数据中心**，共和党竞选机构已警告该议题可能直接导致本党参议员候选人败选。二是**医疗成本**，该州已有超过 16 万人失去《平价医疗法案》保险，另有 36 万人将在明年失去医疗补助，民主党把保费与药价作为争取传统共和党选区的抓手。共和党已把该州列为需要紧急稳固的选区，特朗普与万斯预计都将前往该州助选。

得克萨斯州是资金投入最集中的战场，也是共和党资源使用的风向标。民调显示民主党提名人以 47.6%对 45.1%领先。共和党阵营在 9 月中旬的一周内为该选战承诺投入超过 4000 万美元广告。该州同时面临非常规因素干扰。州铁路委员会提名人发布得州大学橄榄球赛人群照片（多数为有色人种），并称“问题显然比任何人想象的都严重得多”，引发共和党

仅供内部参考，请勿外传

内部慌乱，多名共和党议员公开谴责。得克萨斯州非西语裔白人仅占 37%，这一帖文进一步加剧了共和党在得州南部拉美裔选民中支持率的下滑。**得州的数据中心争议同样突出。**州长阿博特在 8 月暂停了新项目审批，要求运营商公布用水量并且不得依赖州电网供电，理由是数据中心企业在未与地方政府沟通的情况下扩张招致了选民反抗。该州已有 335 个数据中心，另有至少 248 个在建，数据中心的扩张和 330 亿美元高压输电线路计划正在动摇共和党在得州农村的传统优势。

爱荷华州是竞争范围扩大的直接体现。民调显示，民主党候选人图雷克与共和党候选人欣森的差距在 1 个百分点以内，是本轮差距最小的参议院选情之一。特朗普在该州的支持率为 43%，而他 2024 年曾以超过 13 个百分点的优势赢下该州。该州自 2008 年以来未选出民主党参议员，推动选情变化的主要是成本压力。关税、昂贵的柴油和化肥正在改变农业州选民的态度，特朗普以免税进口 30 万吨牛肉压低价格的安排，被本州共和党提名人公开称为“坏主意”。共和党提名人欣森缺席副总统万斯 9 月 18 日在该州的集会，此前还公开批评过牛肉关税政策。

缅因州是共和党内部相对乐观的州。已连任 30 年的共和党参议员科林斯持有 1100 万美元竞选资金，而民主党提名人在其前任因丑闻退选后仅用不到两周筹得 100 万美元。但共和党自 8 月初以来在该州比民主党多投放约 1000 万美元广告，选情仍高度不确定。该州约 40%的商品出口流向加拿大，对加关税对本州经济的冲击使共和党提名人立场尴尬：该参议员公开表示白宫低估了贸易摩擦的影响，但其民主党对手批评她“一边说反对关税，一边帮助任命支持关税的部门负责人”。

密歇根州的竞争呈现民调与战况评估的明显分歧。公开民调显示民主党提名人领先共和党对手 3 个百分点，但总统的民调专家在一份内部备忘录中反驳这一结论，称公开民调“过度抽样大学学历选民”，并警告这正是 2016 年和 2024 年民调失准的原因。该州还有两个结构性变量：共和党提名人正集中争取初选中支持建制派的犹太裔与黑人选民；二是 2024 年曾支持特朗普的阿拉伯裔选民正在迅速转向民主党，原因是对伊朗战争和加沙问题上的承诺感到失望，而共和党提名人将该群体描述为“穆斯林极端分子”的做法被当地社区视为冒犯。密歇根州拥有近 40 万阿拉伯裔美国人，或成为决定选举结果的关键变量。

堪萨斯州是共和党必须回防的深红州席位。现任共和党参议员罗杰·马歇尔寻求连任，民主党提名人汉密尔顿在民调中仅落后约 1.5 个百分点。该州自 1932 年以来未选出民主党参议员，但农业州的成本压力正在改变部分共和党选民的态度，尤其是面临特朗普为压低牛肉价格而免除 30 万吨进口瘦牛肉碎关税的安排。若整体形势继续恶化，共和党还需要在堪萨斯追加投入，这会分散其在其他战场州的资源。

明尼苏达州是民主党需要守住、共和党并未放弃的席位。参议员蒂娜·史密斯不再寻求连任后，该席位转入开放竞争，民主党提名人、副州长佩吉·弗拉纳根在 8 月 11 日的初选中击败温和派众议员安吉·克雷格。共和党提名人米歇尔·塔福亚与参议院共和党竞选委员会在大选开局阶段刻意回避移民与执法议题，转而把弗拉纳根与本州福利欺诈丑闻捆绑。RCP 的综合民调显示弗拉纳根以 44.3%对 42.5%小幅领先。该州自 2002 年以来未选出共和党参议员，但弗拉纳根在大学学历较高的县表现更强、在工人阶层聚居区偏弱，与民主党全国层面的选民结构错位一致。

阿拉斯加州是共和党内部表示乐观、但选情同样胶着的战场。RCP 的综合民调显示民主党候选人佩尔托拉以 50.3%对 48.0%小幅领先。对共和党而言，11 月的选票上还会出现两名同名候选人，与现任参议员同名的一名退休教师通过公开初选晋级，增加了投票和计

仅供内部参考，请勿外传

票环节的辨识难度。共和党高层在达拉斯大会的闭门午餐会上把阿拉斯加与缅因、密歇根并列为有信心的州，同时承认沙利文与佩尔托拉的差距仍在统计误差之内。该州经济对燃料和贸易的依赖度较高，油价与关税对选情的传导比内陆州更直接。资金层面，马斯克的美国 PAC 在 9 月 2 日披露的首轮独立支出已经覆盖阿拉斯加的参议院选战，特朗普也已承诺在最后阶段赴阿拉斯加为沙利文助选。

新罕布什尔州是民主党需要防守的席位之一。RCP 的综合民调显示民主党候选人帕帕斯以 46.0%对 41.2%领先。马斯克的美国 PAC 首轮独立支出已经覆盖新罕布什尔，说明共和党有意在这一民主党防守州扩大战线。民主党提名人帕帕斯获得前副总统哈里斯的公开背书。

整体来看，我们认为当前参议院摇摆州选情民主党整体更为占优。结合 RCP 数据：民主党在本党防守的三个摇摆州中优势稳固，明尼苏达（胜率 90%）与新罕布什尔（86%）分别领先 1.8 和 4.8 个百分点，必须守住的密歇根（70%）亦保持约 3 个百分点的领先；而在共和党需要防守的席位上，民主党在俄亥俄（64%）、缅因（71%）、阿拉斯加（76%）均保持 1.8 至 4.8 个百分点的民调领先，是当前最具确定性的翻盘抓手；得克萨斯（59%）与爱荷华（49%）虽小幅领先但胜率偏低，属于优势尚未巩固的潜在扩大战线方向；仅堪萨斯（34%）民调落后。据此推算，民主党只需守住自身摇摆州席位，并在俄亥俄、缅因、阿拉斯加等领先州中兑现至少 3 席，即可完成净增 4 席夺回控制权的目标；而共和党则需同时防守 6 个竞争州，在资金投放与候选人资源上面临多线摊薄的风险。

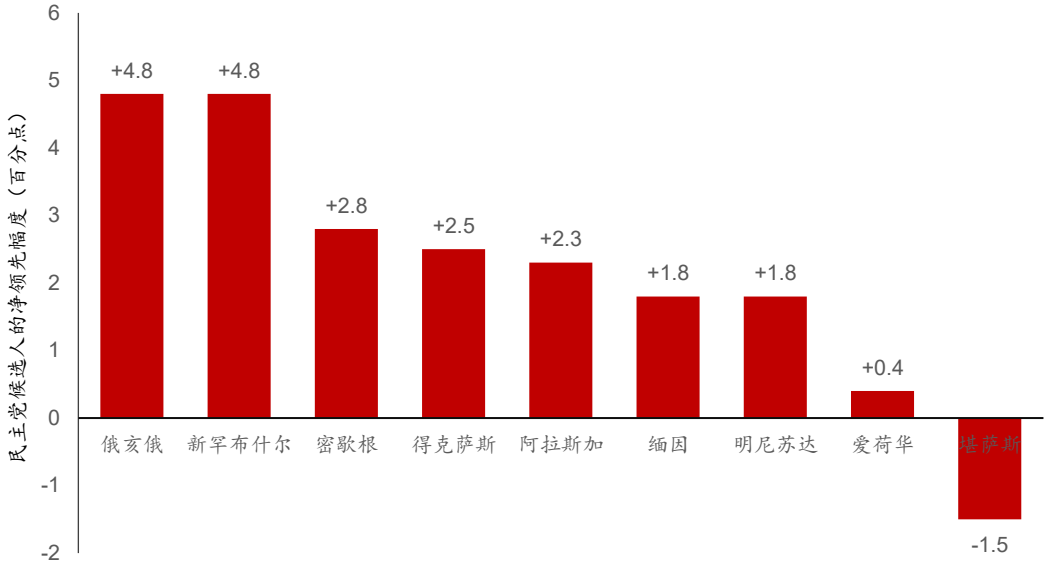
表 2：关键摇摆州选情分析

初选时间	地区	民主党选情	共和党选情	民主党赔率	席位
5 月 5 日	俄亥俄州（OH）	布朗（48.3%）	赫斯特德（43.5%）	64%	追求连任（共和党）
3 月 3 日/ 5 月 26 日	得克萨斯州（TX）	塔拉里科（47.6%）	帕克斯顿（45.1%）	59%	在任者初选落败（共和党）
6 月 2 日	爱荷华州（IA）	图雷克（44.7%）	欣森（44.3%）	52%	开放席位（共和党）
6 月 9 日	缅因州（ME）	杰克逊（47.2%）	柯林斯（45.4%）	71%	寻求连任（共和党）
8 月 4 日	密歇根州（MI）	赛义德（47.1%）	罗杰斯（44.3%）	70%	开放席位（民主党）
8 月 4 日	堪萨斯州（KS）	汉密尔顿（44.5%）	马歇尔（46.0%）	31%	寻求连任（共和党）
8 月 11 日	明尼苏达州（MN）	弗拉纳根（44.3%）	塔福亚（42.5%）	90%	开放席位（民主党）
8 月 18 日	阿拉斯加州（AK）	佩尔托拉（50.3%）	沙利文（48.0%）	76%	寻求连任（共和党）
9 月 8 日	新罕布什尔州（NH）	帕帕斯（46.0%）	苏努努（41.2%）	86%	开放席位（民主党）

资料来源：RealClearPolitics，Polymarket 赔率（收集于 2026 年 9 月 23 日），西部证券研发中心。

仅供内部参考，请勿外传

图 8：民调显示当前摇摆州多利好民主党（20260923）



资料来源：RealClearPolitics，西部证券研发中心

三、初选复盘：普选信号与两党现状

3.1 初选对最终结果的预示作用

初选结果对 11 月中选有直接参考价值。初选投票反应两党的动员能力，候选人筛选结果决定了普选阶段的意识形态站位和资源分配，而初选中暴露的党内裂痕则需要整个秋季来弥合。回看整个初选季，有三个信号对 11 月结果具有参考价值。

第一，初选所体现的选民情绪与基本盘动向，为普选阶段预先设定了竞争边界。本轮初选中，选民反现任情绪强烈，且跨越党派界限，正是一个典型信号。本周期共有 13 名国会议员连任失败，其中民主党 7 人、共和党 6 人，含 2 名共和党参议员；另有至少 16 名试图从众议院转战参议院或州级职位的议员在初选中落败，同样两党各占一半左右。原因包括选民对华盛顿领导层的普遍不满、总统为巩固政治遗产而针对部分本党对手、民主党内部的代际与意识形态之争，以及部分议员遭遇不利的新选区划分或丑闻缠身。这一趋势说明，本轮选举中“在位者身份”已经不再是吸引选民的拉力，而可能成为一项负债。

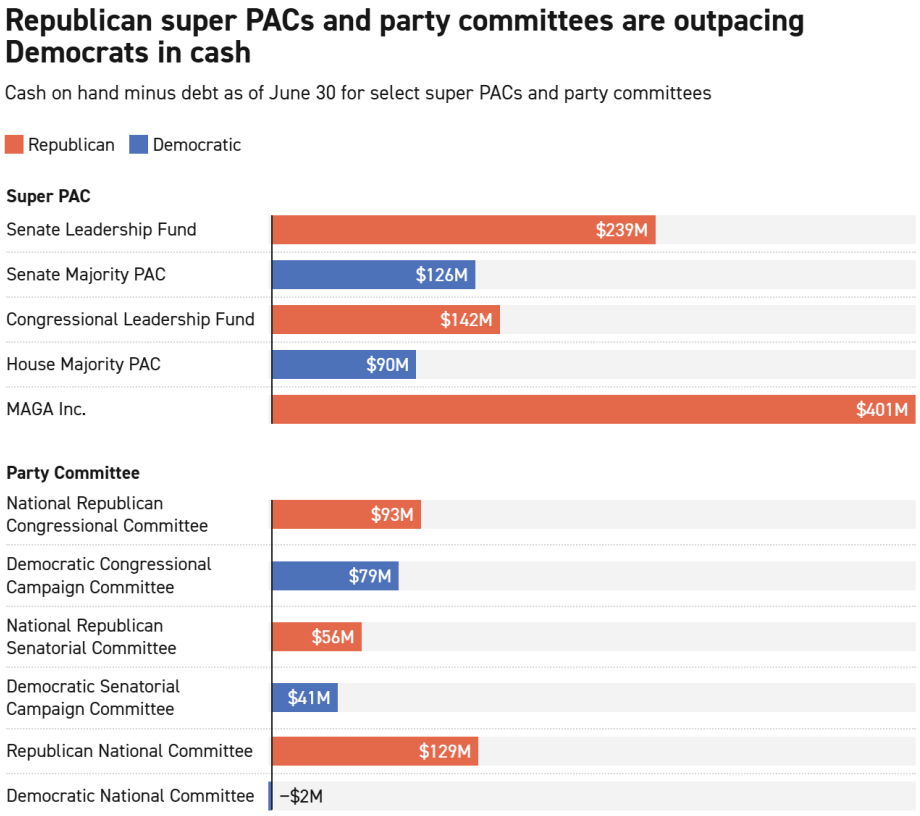
第二，初选锁定了候选人的意识形态定位，框定了普选攻防。摇摆州的选举本质是中间选民争夺战，而初选决定的是候选人向中间移动的空间有多大。密歇根州民主党最终由进步派提名人以不足 1 个百分点出线，共和党对手随即集中攻击其激进立场；得克萨斯州民主党提名人的表态空间同样受限，共和党统一把对手定义为该州“历史上最激进的民主党人”。

第三，初选所反映的候选人筹款能力通常被视为普选竞争力的先行指标。筹款领先意味着候选人在初选阶段获得金主的认可，能在普选阶段更多投放广告、覆盖更多选民。然而，初选阶段的筹款差距在 9 月被机构资金逆转。在初选阶段，民主党候选人筹集资金在关键战场普遍领先。截至 6 月底的竞选财务申报显示，得克萨斯州民主党提名人持有现金 2150 万美元，共和党对手仅 180 万美元；佐治亚州在任民主党参议员手头现金是对手的 20 倍。共和党阵营在候选人层面明显落后。但机构资金与候选人筹款的优势方向相反。**共和党在**

仅供内部参考，请勿外传

政党委员会层面占据绝对优势：三大共和党委员会及其两个与党团结盟的超级政治行动委员会截至 6 月底持有现金 6.57 亿美元，几乎是民主党对应机构 3.34 亿美元的两倍；共和党全国委员会持有资金 1.28 亿美元，而民主党全国委员会仅有 1600 万美元并背负约 1800 万美元负债。若把特朗普关联的 MAGA Inc.（当时账上超过 4 亿美元）计入，共和党阵营可用经费达到民主党委员会与党团超级政治行动委员会总额的三倍以上。进入 9 月后，与参议院共和党领导层关联的超级政治行动委员会在得克萨斯州一次性购买了至少 3200 万美元广告时段，特朗普的 MAGA Inc.另投入 1000 万美元，一周内共和党为该选战承诺投入超过 4000 万美元。然而，特朗普 MAGA Inc.的当前投入，被共和党人批评为应当“倾泻”而非“滴漏”资金。未来一个月，共和党资金库的闸门如何打开仍然是关键的变量。

图 9：机构资金层面共和党领先民主党



资料来源：POLITICO，西部证券研发中心

3.2 民主党初选复盘：进步派浪潮初涌摇摆州，但党内分裂亟待整合

民主党左翼进步派在本轮周期的推进路径清晰，从深蓝选区向摇摆州外溢。进步派是指以美国民主社会主义者（DSA）为核心、主张学生贷款减免、对富人增税、公共住房建设并要求削减国防开支的民主党左翼力量，其竞选主要依靠小额捐款与志愿者网络，与传统建制派的竞选机器形成对照。8 月，进步派在关键摇摆州取得突破，密歇根州参议院初选中以不足 1 个百分点击败了获得美国以色列公共事务委员会约 3200 万美元支持的建制派对手。同月明尼苏达州参议院初选中，获进步派领袖背书的候选人轻松战胜温和派众议员赢得提名。9 月，马萨诸塞州一名 80 岁的资深参议员以压倒性优势击败中间派挑战者，为进步派的初选季收官。相比年初，进步派已经从挑战者的角色转变为既能挑战现任也能守

仅供内部参考，请勿外传

住地盘的力量。

但进步派浪潮的边界同样清晰。威斯康星州州长初选中，民主社会主义者以约 0.5 个百分点落败，竞选团队在郊区和农村地区表现不佳。桑德斯与 AOC 等全国进步派旗帜人物均未为其背书，部分观察者认为这反映出进步派也在规避高风险候选人。密苏里州深蓝选区中，建制派支持的现任议员以约 200 万美元的美国以色列公共事务委员会投入和党内领导层背书成功阻击进步派挑战者。综合看，进步派在深蓝选区的动员能力已获验证，但在摇摆州的可选举性仍未经检验。当前民调显示，对“社会主义”持支持态度的比例在民主党内为 66%，而在独立选民中仅为 38%。面对共和党的“极端主义”批判，社会民主主义者能否争取到更多中间选民尚待验证。

对普选而言，进步派崛起对民主党争取中间选民形成了负面压力，选民结构的高度错位展现了民主党票仓的分裂。本周期多州初选结果显示，候选人的表现与选民教育水平高度相关：在威斯康星州，建制派支持的候选人在大学学历占比低于 20%的县领先超过 11 个百分点，而民主社会主义者在大学学历占比超过 30%的县占优。密歇根州的情况更具代表性：进步派提名人虽然取胜，但在底特律得票率仅 34%，在工人阶层聚居区普遍落后。一个自称代表工人阶级的派别，在真正的工人阶级选区并未取得优势，这一错位是民主党内部矛盾的结构性来源。

党内资源能否集中释放到关键选区取决于进步派和建制派能否达成共识，但两派整合却尚未困难，原因在于两派互信基础薄弱。9 月 1 日，参议员桑德斯公开表示“少数”民主党建制派希望密歇根州的进步派提名人落败，引发党内新一轮争吵；部分民主党人则指责桑德斯未动用其竞选资金支持该提名人。与此同时，共和党方面正积极瓦解民主党的初选联盟。参议院层面的整合矛盾充分暴露，已经吸引了民主党高层代表人物集中发声。前总统奥巴马在初选结束后分别致电胜选者与落败者，罕见地公开通话内容，释放党内高层开始围绕提名人凝聚的信号。

综合来看，民主党在初选季完成了一次意识形态的分化。进步派已经在深蓝选区站稳，并首次进入密歇根这样的摇摆州战场，但候选人的意识形态站位与选民结构之间存在错位，这一矛盾在秋季之前难以消解。民主党目前的优势集中在三处：基本盘的投票动机强于共和党，候选人在多数战场的筹款领先，生活成本与医疗议题上的民意基础在改善。制约因素同样明确：进步派提名人在摇摆州的可选举性尚未经过普选检验，党内两派的资源整合仍停留在表态层面，机构层面的外部资金落后于共和党。前总统奥巴马与前副总统哈里斯在初选结束后出面协调，说明党内高层已经意识到整合的紧迫性，但能否在选举冲刺阶段把资源集中到决定席位归属的少数几个州，仍是民主党最大的不确定项。

3.3 共和党初选复盘：总统背书效力趋弱，党内分歧集中在具体议题

特朗普的背书在共和党初选中依然具有竞争力，但效力取决于本州选情与资源投入，在部分选区获其背书者仍在党内落败。白宫官员称本周期 238 项背书中 233 项获胜，胜率约 98%。这一数字需要谨慎解读，因为其中包含大量无竞争对手的选情。真正的压力出现在竞争性选举中：爱荷华州、佐治亚州、明尼苏达州和佛罗里达州均有获其背书的州长初选候选人落败；田纳西州一名获其支持的现任众议员在初选中被挑战者击败；密歇根州一名获其支持的众议院候选人同样落败。

相反，当特朗普投入全部资源时，背书仍具决定性。南卡罗来纳州参议院特别选举决选中，政治新人达琳·格雷厄姆在特朗普罕见亲临集会和 MAGA Inc.投入超过 82.7 万美元电话

仅供内部参考，请勿外传

与短信拉票的支持下，击败资深众议员诺曼，为特朗普近期受挫的背书记录提供了一次提振。对这一现象，共和党内部有较为一致的判断：特朗普的背书更多基于个人忠诚而非候选人素质，且其关注的国家级议题未必契合地方选战需求。背书胜率对本党普选前景的指示意义因此并不强，其作用主要体现在初选阶段过滤人选，以及在总统愿意投入资源时为个别选区提供短期的资金与动员加成。

特朗普背书候选人落败，也体现出特朗普的执政路线与党内竞选路线出现分歧，原因可以从执政周期与选举周期的目标差异来理解。总统的施政需要兼顾政策路径与全国性议程，其时间跨度通常超过单次选举；本党国会议员与州级候选人的首要目标是赢下 11 月的席位，更关注本选区短期内能够被接受的主张。两种目标在多数时候一致，但在具体议题上会出现错位，这种错位对于州级党派候选人会造成政治承诺的两难。9 月出现的分歧集中在三个具体议题上。

第一是数据中心建设问题。得克萨斯州、密歇根州、宾夕法尼亚州和威斯康星州的共和党候选人相继呼吁暂停或限制数据中心项目，其中得克萨斯州州长坚持为“失控的行业”设置护栏，密歇根州参议院提名人明确表态支持限制。特朗普此前称得克萨斯州州长的暂停措施是“错误”，后在社交媒体发文称“拒绝数据中心的社区将‘落后而贫穷’”， 党内因此在同一议题上出现了两套口径，共和党在该议题的攻防中处于被动。

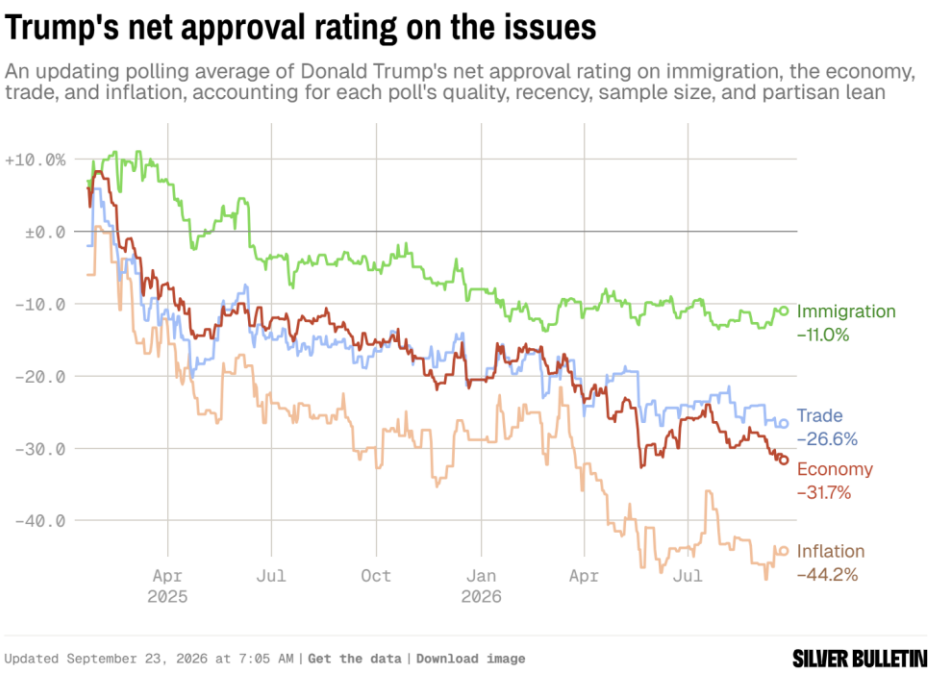
第二是农业州与关税问题。特朗普为降低牛肉价格而免除 30 万吨进口瘦牛肉碎关税 90 天，在保守的养牛区引发反弹。佛罗里达州一名共和党众议员表示，这“无助于保持牧场主和农民的参与热情”，“我不认为他们会投票给民主党，但确实面临他们选择不投票的风险”。缅因州的情况更为直接。该州约 40%的商品出口流向加拿大，特朗普 7 月宣称对许多加拿大商品征收最高 50%的关税后，共和党参议员柯林斯与州长提名人查尔斯均公开表态反对，民主党候选人杰克逊则借机把柯林斯与关税政策绑定。8 月 24 日副总统万斯到访缅因州第二选区时，柯林斯与查尔斯双双缺席，当天特朗普宣布对加拿大汽车和钢铁加征 50%关税。

第三是移民执法。佛罗里达州一名古巴裔共和党众议员 9 月 17 日发布广告，直接对特朗普表示“总统先生，您的一些移民执法行动已经过头了”，并称“2024 年帮你入主白宫的那些西语裔选民，今天感到被背叛了”，是共和党内部对白宫移民政策的罕见公开批评。



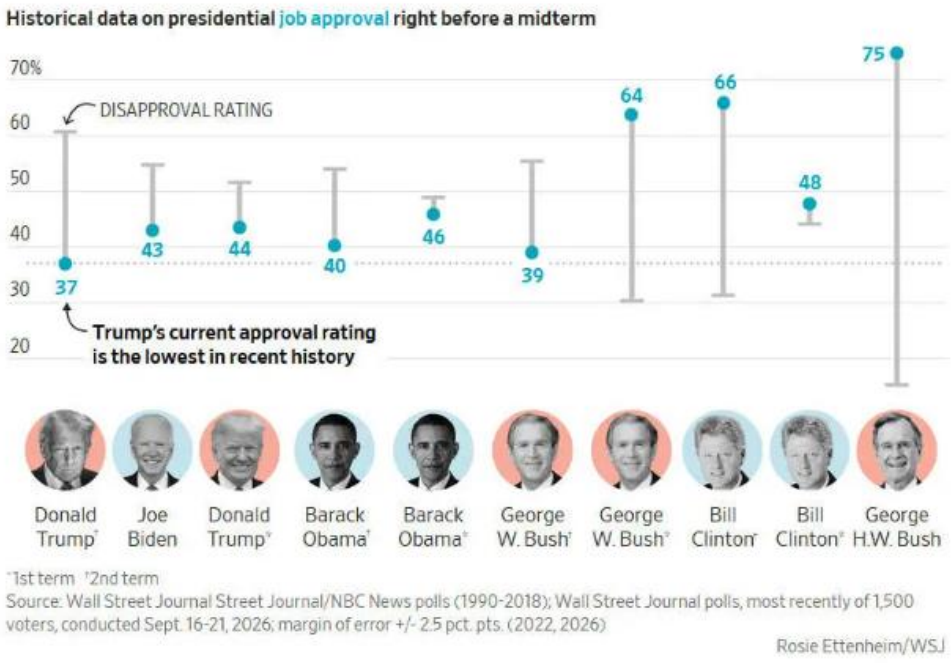
仅供内部参考，请勿外传

图 10：特朗普大部分政策支持率逐步下滑（20260923）



资料来源：Silver Bulletin，西部证券研发中心

图 11：特朗普当前支持率较其他历任美国总统处于低位（1990 年以来）



资料来源：观察者网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

候选人对总统助选安排的态度是分歧最直观的体现。总统的站台能带来基本盘的关注度和外部资金，同时也把候选人与其全国形象绑定，是否邀请总统出席，取决于候选人如何权衡这一绑定在本地选民中的得失。9 月 9 日至 10 日的达拉斯共和党中期选举大会上，主办方要求的最低参会捐款为 2.5 万美元，一项对 70 多名共和党候选人和议员的调查显示，大多数人要么不参加，要么仍在犹豫，理由是选区事务、个人安排以及参会成本。会议结束后，多名共和党人对全国性动员实际效果的持保留态度，多名候选人担心总统要求选民“假装我在选票上”的说法会伤害需要争取独立选民的摇摆选区候选人。

综合来看，共和党当前的选情处于一种矛盾状态。党内对总统的反对声音迄今集中在关税、数据中心、移民执法等具体政策与策略层面，尚未形成系统性的路线挑战；考虑到特朗普自身资金与基本盘支持，其背书对党内选举依然具有重要作用。真正困扰候选人的是助选安排上的两难：争取 MAGA 票仓需要与总统保持绑定，避免特朗普的负面评价拖累中间选民又要求拉开距离，是否请总统站台因此成为各战场州候选人需要权衡的问题。我们倾向于把这轮分歧理解为选举压力下的策略性调整，但分歧本身会削弱共和党向选民传递统一信息的能力。

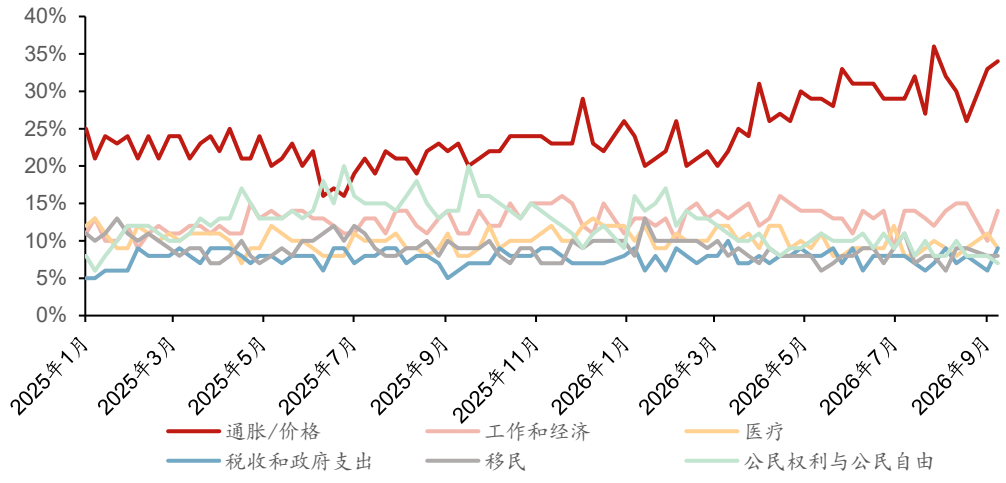
四、决定中期选举选情走向的核心议题有哪些

我们认为，决定选情走向的议题集中在**生活成本、数据中心、人工智能与移民执法、竞选资金与助选热度几条线**上。它们的共同点在于都直接关联选民的日常开支或安全感受，因而更有可能在最后阶段改变部分选民的投票决定。

4.1 生活成本：本轮选举的支配性议题

生活成本是本轮选举的支配性议题，而共和党目前在该议题上处于劣势。YouGov 的议题追踪显示，截至 9 月 14 日，34%的受访者把通胀与物价列为美国当前最重要的议题，明显高于就业与经济（14%）、医疗（9%）、税收与政府支出（9%）和移民（8%）。共和党的困境在于，其在 8 月大会上的核心信息是动员基本盘、将民主党描绘为“过于极端”，而选民最关心的生活成本议题仅被当作配菜。

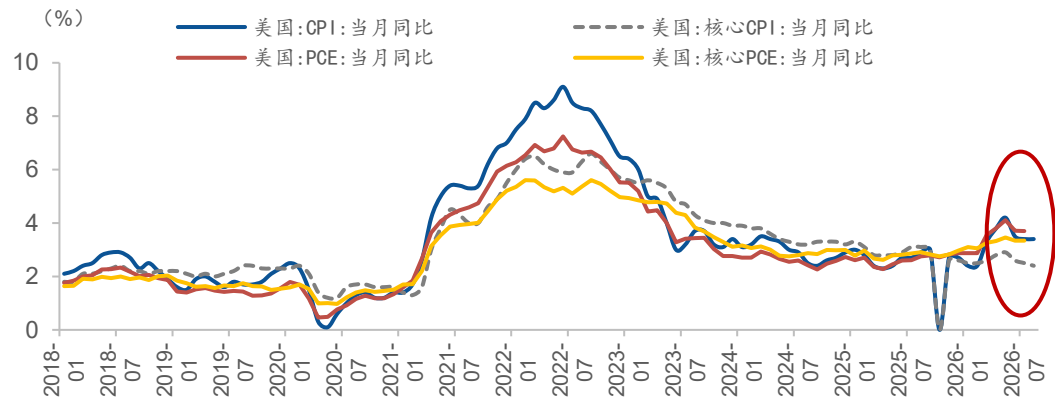
图 12：各项议题中生活成本的受关注程度最高



资料来源：YouGov，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

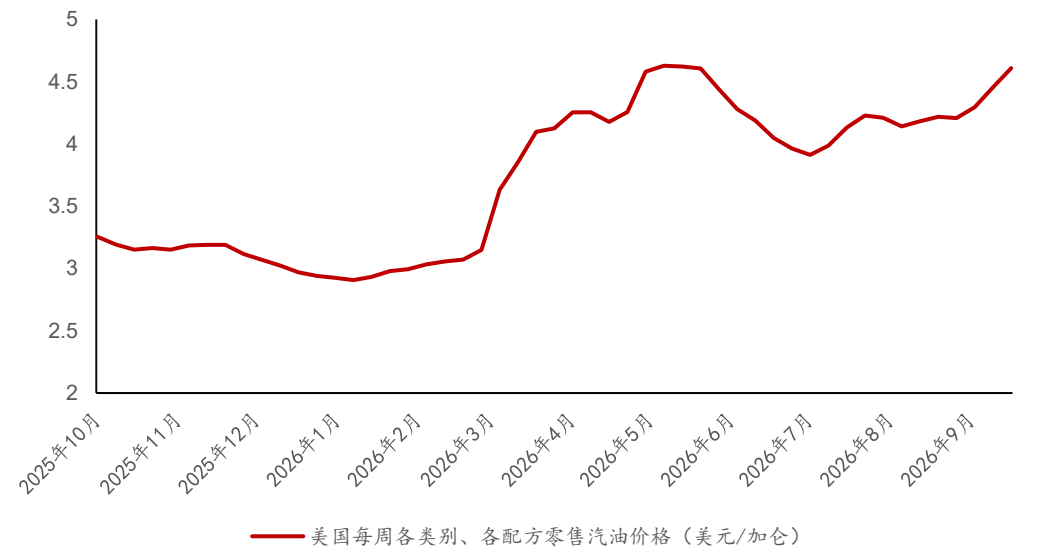
图 13：目前美国通胀水平仍有韧性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

伊朗战事已成为本轮选举中影响最大的单一外部变量。据美国能源信息署数据，截至 9 月 21 日，汽油均价已涨至每加仑 4.61 美元，三个月内上涨 56 美分，柴油价格也创下历史新高。9 月 9 日，特朗普在前往达拉斯出席共和党中期选举大会前表示，战争将在 11 月中期选举后“立即”结束，并承诺油价将随之大幅下跌，并指责伊朗领导层故意升级冲突以在选举中伤害共和党。这一表态意味着战争还将持续约两个月，共和党候选人在这段时间内将继续承受能源价格带来的压力。战事的经济传导已经体现在具体价格上。大会首日，共和党人面对的现实是油价突破每桶 100 美元、美国对伊朗发动新一轮军事打击，以及持续深化的对加贸易摩擦。共和党人私下担忧，总统的政策正在淹没他们关于降低生活成本的信息，而距离选举日已太近，恐难以解决该问题。我们判断，伊朗议题对共和党的损害主要通过两条渠道传导：一是油价推高生活成本，二是战争本身的民意支持度偏低。

图 14：伊朗战争后油价大幅上涨



资料来源：U.S. Energy Information Administration，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

图 15：能源价格是维持美国通胀的主要原因之一（%）



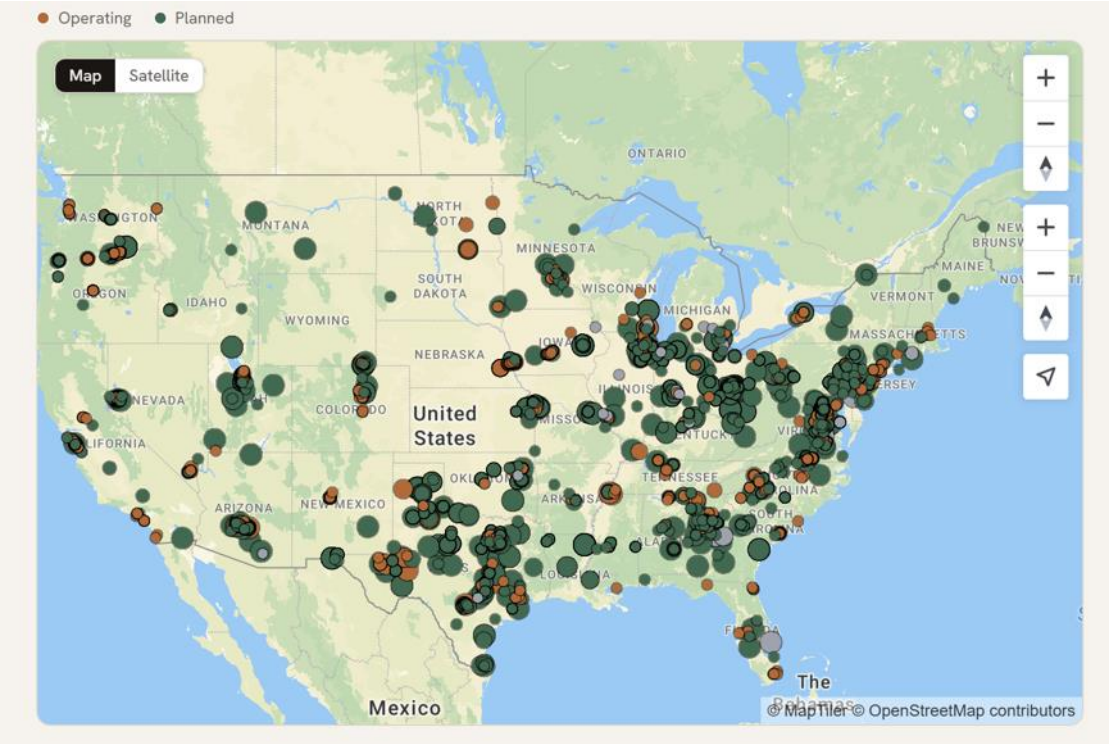
资料来源：Wind，西部证券研发中心

美加贸易摩擦在本轮周期内快速升级，并直接冲击边境州与农业州选情。加拿大在 9 月 8 日实施报复性关税，而美国政府内部认为自身占上风，不愿重启谈判，贸易摩擦可能延续至中期选举之后。缅因州约 40%的商品出口流向加拿大，涵盖农产品、纸浆和纸张，该州共和党参议员已就关税对家庭、小型制造商和农产品的冲击与副总统及贸易代表沟通，但白宫似乎无意让步。农业州面临关税、昂贵柴油与化肥以及进口牛肉价格的三重打击。为降低牛肉价格，特朗普免除 30 万吨进口瘦牛肉碎关税 90 天，这一本意为缓解生活成本压力的举措，在保守的养牛区引发反抗。佛罗里达州农业和养牛业长期支持共和党，特朗普 2024 年赢得该州所有五个主要养牛县，但行业领袖如今担心这一政策会影响选举参与度。

数据中心是本轮选举新增的争议议题，也是两党在短期内同时转向的少数议题之一。民调显示，反对在居住地三英里内建设数据中心的成年人比例从 1 月的 28%上升到 7 月的 41%，仅 24%表示支持。共和党方面，得克萨斯、密歇根、宾夕法尼亚和威斯康星等州的候选人相继呼吁暂停或限制项目，聚集在“地方自治”的共识下，主张由地方政府决定数据中心发展并要求运营商自付公用事业成本；特朗普先称得州的暂停措施是“错误”，随后改口称“如果共和党人反对数据中心，我没意见”。民主党的攻击更为系统，众议院民主党竞选机构已指示在 11 个战场选区围绕“成本”和“腐败”做文章，把共和党对该产业的支持与电费上涨、候选人腐败挂钩。我们判断，该议题在 11 月的实际权重取决于地方项目密度，在俄亥俄等已有在建项目的州，其影响已经足以改变选情。

仅供内部参考，请勿外传

图 16：数据中心分布与部分摇摆州重合



资料来源：Cleanview，西部证券研发中心

4.2 人工智能与移民执法：关注度高、选举权重有限

人工智能监管是观察科技资本介入选举的窗口，该议题在摇摆州直接改变选民排序的作用有限，但相关团体在选前的广告投入会明显影响攻防节奏。整体来看，这一议题受关注度高，但实际选举权重低。民调显示约三分之二的美国人认为先进人工智能至少存在“中等”程度的毁灭人类风险，这一比例跨党派、性别和年龄组均占多数；近半数美国人相信行业领袖发出的警告是出于真心，仅 26%认为是营销噱头。多数人倾向放缓或暂停开发，甚至愿意为此承受在竞赛中落后于中国的代价，但特朗普选民的立场分裂，44%倾向暂停，仅略高于 40%认为应继续开发。

民主党该议题上选择了克制。尽管人工智能安全讨论在国会山占据主导，关键战场州的民主党人并不打算在竞选中跟进，担心这会掩盖对经济议题的专注。民主党顾问正在私下建议战场州候选人避免大谈人工智能监管，担心科技团体在选举前投入巨资攻击他们，并特别警惕一个由人工智能企业支持者资助的超级政治行动委员会，该组织在初选阶段已花费超过 2500 万美元。前总统奥巴马也公开呼吁民主党制定全面的人工智能议程，称该技术正处在“拐点”。我们判断，人工智能议题在 2026 年的选举权重有限，但在 2028 年将成为显著焦点。

移民执法议题关系到拉美裔选民的动员，也关系到两党基本盘的稳定。共和党需要控制执法争议的溢出效应，民主党则不愿把这一议题推到竞选前台，因此它更可能以防守议题的形式影响少数关键选区。与过去两党在移民议题的立场不同，本轮选举中该议题的攻守关系出现松动。佛罗里达州一名共和党众议员的广告是迄今最直接的党内批评，其引用数据称被移民与海关执法局拘留的人员中有相当比例没有犯罪记录，并警告总统“注意顾问们告诉你的移民政策”。共和党人在明尼苏达州的做法更具策略性：尽管该州因联邦特工执

仅供内部参考，请勿外传

法行动导致两名平民死亡而成为议题焦点，共和党提名人及其竞选机构在开启大选攻势时均刻意回避提及移民或执法机构，转而将民主党对手与本州福利欺诈丑闻捆绑。

4.3 助选效率与竞选资金

资金规模决定广告投放的上限，助选效率决定这些资源能否转化为选票，两者共同构成选举冲刺阶段最可观察的一组变量。特朗普本轮周期的助选意愿并未因第二任期而减弱，但转化效率存在疑问。9 月 9 日至 10 日，共和党在达拉斯召开中期选举全国代表大会，这是该党为中期选举专门召开全国代表大会的罕见做法。特朗普在会上带领人群宣誓将带亲友投票，并警告“不投票就下地狱”。

但候选人的配合意愿是另一回事。总统在 9 月 4 日前后曾表示将赴某些战场州助选，而当地共和党人明确表示“我们已经告知他们，他不能来。坦白说，他在这里不会有帮助”。在缅因州，副总统出席活动时该州共和党参议员与州长提名人双双缺席，此前两人均公开批评过关税政策。在达拉斯大会期间，爱荷华州和宾夕法尼亚州的共和党众议员表示将留在选区。一名共和党议员称大会“浪费时间”，理由是“现在应该争取独立选民，而独立选民不会收看中期选举大会”。尽管总统助选热情高，但候选人仍选择保持距离，这种错配是本轮助选最突出的特征。

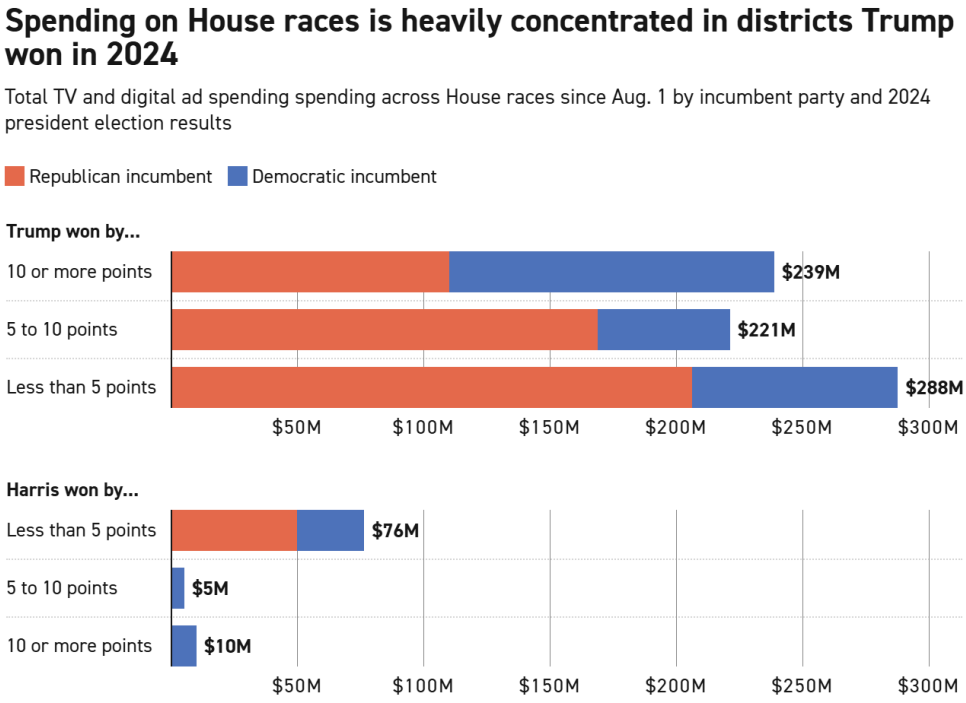
民调数据解释了这一错配。依据 politico 数据，当前美国有 48%的潜在选民表示总统的背书反而会降低他们支持某位候选人的可能性，仅 21%表示会更可能支持。民主党选民的投票动机结构同样值得关注：54%表示主要想阻止特朗普和共和党推进其议程，仅 46%想帮助民主党实施自己的政策。这意味着，民主党在摇摆州的部分动员能量来自对总统的反对，而非对本党纲领的认同，这一结构在选举结束后可能转化为党内的整合压力。

共和党阵营的资金投放节奏是本轮选情中最受关注却最不确定的变量。特朗普的超级政治行动委员会截至夏季账上超过 4 亿美元，但共和党捐赠人和战场候选人普遍抱怨其支出“滴漏而非倾泻”。该组织直到 9 月上旬才向得克萨斯州参议院选战注入 1000 万美元，为其在本周期大选中的首笔支出。七名共和党捐赠人公开表示“现在是 9 月，我们处于警戒级别，人们期望你部署所有资源”，部分捐赠人担心这笔资金可能根本不会投入使用，因为“这不是为了让其他共和党人当选，他不关心这个”。

与之对照，民主党在候选人层面的优势是真实的。在竞争激烈的众议院选区，第二季度筹款能力最强的十名候选人中有七人是民主党挑战者，且这七人的筹款额均超过所对阵的共和党现任议员；在摇摆选区筹款额最低的十人中，有九人是共和党现任议员或挑战者。

仅供内部参考，请勿外传

图 17：多数资金花费在特朗普曾领先的选区



资料来源：POLITICO，西部证券研发中心

4.4 选举规则与投票环境的变化

规则变化通过改变资金使用效率和投票便利性，间接影响选情的最终走向。竞选广告层面的变化放大了共和党的机构资金优势。6 月 30 日，最高法院裁决推翻政党与候选人之间协调支出的限制；9 月 4 日，最高法院进一步裁定政党委员会有权以与候选人相同的最低单位费率购买电视和广播广告，这一裁决适逢最低费率窗口开启，将为共和党节省数百万美元广告支出。两项裁决结合，强化了政党委员会相对于超级政治行动委员会的资金效率。

选举安全方面的争议同样升级。美军参谋长联席会议主席已致信国会议员，明确表示军方“没有计划”在 11 月选举期间部署至投票站，也不会扣押选票或投票机。但国土安全部长在 9 月 1 日表示，移民与海关执法局可在“投票站面临威胁”或“执行逮捕令”等特定情况下部署至投票站，尽管他强调该机构不会“巡逻投票站”。民主党方面对此高度警惕，担忧此类行动可能被用于选民压制。

邮寄投票规则的争议已经进入司法终局。7 个州的共和党首席选举官员联名向最高法院提交简报，称总统的邮寄选票行政令“已经太晚”无法在选举前实施，因为北卡罗来纳等早期州已开始寄出选票。9 月 14 日，最高法院驳回政府请求，维持下级法院禁令，多数大法官认为政府立场不太可能成功，一名保守派大法官在协同意见中指出州和地方选举官员“没有足够时间在选举前合理实施该规则”。裁决后，特朗普公开抨击最高法院，特别针对其本人提名的三名大法官，称他们“只是原来自我的空壳”。这一表态本身反映出总统在选举规则议题上的推进空间已明显收窄。

仅供内部参考，请勿外传

4.5 对两党当前态势的判断

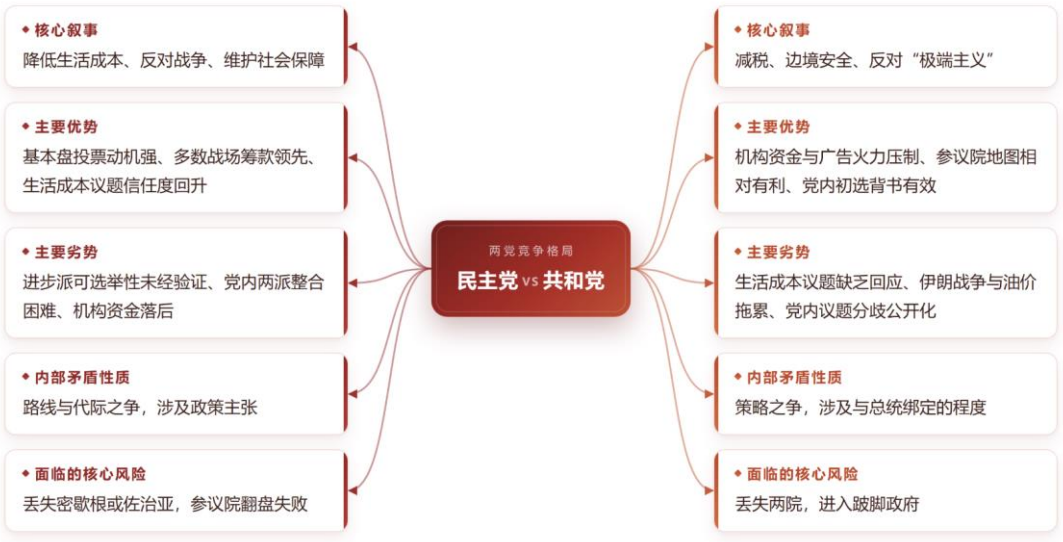
综合以上分析，我们对两党在选举冲刺阶段的态势给出如下判断：

民主党的核心叙事是降低生活成本、反对战争和维护社会保障，其优势在于基本盘投票动机强烈、候选人在多数战场筹款领先、在经济与生活成本议题上的信任度回升，以及数据中心议题为其提供了新的攻击抓手。其劣势集中在三处：一是进步派提名人在摇摆州的可选举性尚未经过普选检验，威斯康星州初选已经显示出极左标签在摇摆州存在上限；二是党内进步派与建制派的选民结构错位尚未解决，初选造成的席位分流风险已经出现；三是机构层面的外部资金落后于共和党，且规则变化进一步放大了这一差距。

共和党的核心叙事是减税、边境安全与反对“左翼极端主义”，其优势在于机构资金与广告火力在 9 月后形成压制、在参议院的地图上只需守住少数关键席位、以及总统在党内初选中的背书依然有效。其劣势同样明确：一是在生活成本这一选民最关心的议题上缺乏有效回应，关税与牛肉进口政策反而加剧了农业州的不满；二是伊朗战争与油价持续侵蚀选情，共和党内部承认总统的政策正在淹没本党的经济信息；三是在竞争性选区的候选人普遍选择与总统保持距离，党内对数据中心、关税、移民和 5000 美元红利等议题的分歧已经公开化，难以形成统一的全国性叙事。

两党分歧的实质不同。民主党的分歧是路线与代际之争，涉及政策主张本身；共和党的分歧是策略之争，涉及在多大程度上与总统绑定。从选举后果看，民主党面临的是“能否说服中间选民”的问题，共和党面临的是“能否在不激活总统负面评价的前提下动员基本盘”的问题。前者的风险是丢掉摇摆州，后者的风险是丢掉两院。

图 18：对两党当前态势的总结



资料来源：西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

4.6 中期选举前瞻：最后一个月的核心观察变量

随着初选进程的结束，美国中期选举进程也进入最后的倒计时，而我们认为未来一个月的中选观察重点可以归为四项：

第一，特朗普阵营资金闸门是否真正打开。MAGA Inc.坐拥超过 4 亿美元，但截至 9 月中旬仅确认向得克萨斯州投入 1000 万美元。共和党战略师警告 9 月和 10 月是改变选情的关键窗口，多名战场州共和党人公开呼吁总统“给达琳那样的待遇”，即复制其在南卡罗来纳州决选中全力投入的模式。这一资金是否投放、投向何处，是判断共和党能否守住两院的最重要先行指标。

第二，核心摇摆州的选情。参议院控制权的归属仍取决于少数几个州的博弈：共和党分析认为，关键在于能否守住俄亥俄或者翻转密歇根，如果两个目标都没有达成，将预示更大范围的席位流失。佐治亚和北卡罗来纳目前对共和党不利，缅因和阿拉斯加的差距在统计误差之内，爱荷华和得克萨斯已经由安全席位转为需要投入资源防守的席位。俄亥俄的数据中心争议，以及密歇根阿拉伯裔与工薪阶层选民的重组，是两个州最需要跟踪的变量。

第三，生活成本相关变量的走向。汽油价格能否回落直接决定生活成本议题在最后阶段对哪一方有利，总统已经把停战时点与选举挂钩，选举前是否出现停火信号及其对油价的影响需要逐周跟踪。数据中心已经成为连接生活成本与政治腐败叙事的核心议题，农业州则面临进口牛肉关税豁免到期的不确定性，这项豁免将在 11 月下旬到期，延续还是恢复会直接影响养牛州共和党选民的投票意愿。而在 10 月 5 日特朗普在集会现场签署行政令，拟暂时允许染色柴油在交通领域的使用，并推迟征收相应消费税，并在随后在社交媒体发文称美国不会在国会中期选举前对伊朗发动攻击，也表明了随着中期选举临近，降低柴油价格已成为特朗普政府的重要政策目标。

第四，国会立法议程的实际产出。众议院领导层提前休会导致多项立法延宕，可再生能源、人工智能监管与负担能力议程均未完成，这既削弱了共和党向选民展示政绩的能力，也意味着选举后可能出现集中立法或持续僵局两种情形。

图 19：特朗普签署行政令涉及燃油税减负



资料来源：美国白宫官网，西部证券研发中心

图 20：特朗普在社交媒体称中期选举前不打伊朗



资料来源：新华网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

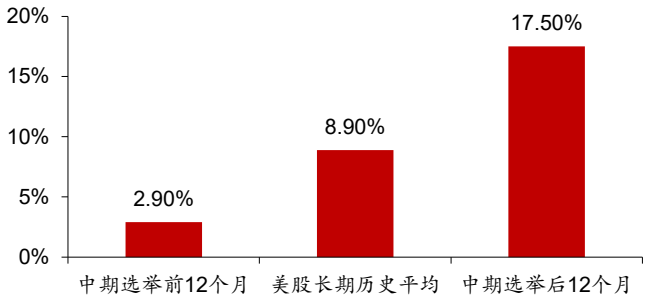
五、中期选举对市场的影响

我们的判断是，本轮中期选举对大类资产的直接影响有限，真正影响定价的是选举年份的宏观环境，其中能源价格与货币政策是主导变量。当前最直接的压力来自能源。伊朗战事推动布伦特原油价格突破每桶 100 美元，美国汽油均价升至每加仑 4.61 美元，柴油价格创历史新高。能源成本同时构成通胀上行压力与居民实际购买力的下行压力，这一组合对执政党不利，也构成对债券市场的持续扰动。

货币政策的方向同样值得关注。美联储在 9 月议息会议上将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，为三年来首次加息。加息与总统长期主张的降息方向相反，说明货币政策的制定并未随政治周期调整，这一点对判断长端利率路径具有参考价值。

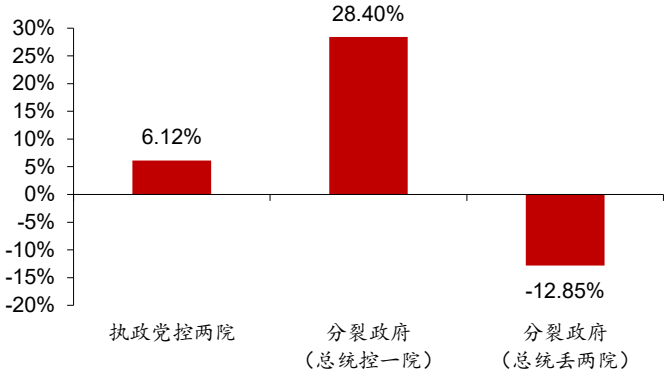
中期选举自身的市场影响则主要体现在季节性。历史数据显示，中期选举前 12 个月标普 500 指数的年均回报率约为 2.9%，明显低于长期平均水平；而中期选举后 12 个月的平均回报率约为 17.5%。这种差异主要来自选举前政策不确定性导致的资金观望，以及选举后政策确定性增强带来的配置意愿回升。府会格局与市场表现之间存在一定相关性，但不宜作因果解读。2000 年以来的统计显示，总统控制一院的分裂格局下标普 500 区间收益率均值最高，但样本中的极端值多由金融危机等外生冲击主导，与政治格局关系有限。

图 21：美股在中期选举前后呈现明显季节性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 22：府会格局与美股区间表现（2000 年至今）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

本轮周期还新增了一类与选举直接相关的行业风险敞口，即人工智能基础设施。数据中心议题在摇摆州引发的反对声浪，以及两党议员围绕人工智能安全监管的立场分歧，已构成相关资产的政治风险。若 11 月选举后国会控制权发生变化，数据中心与电力成本的立法进程可能加快，进而影响市场对人工智能基础设施投资节奏的预期。

政策连续性方面，2025 年 7 月 4 日签署的《大而美法案》已将 2017 年《减税与就业法》的多项核心条款永久化或延长，这些已经落定的减税安排不会因民主党夺回众议院而自动失效。若共和党继续控制两院，其增量影响更多体现在关税立法化、金融与能源监管放松等新立法上；若民主党夺回众议院，新一轮党派性财政立法的空间将明显收窄，同时国会

仅供内部参考，请勿外传

调查与监督压力上升。需要提示的是，共和党国会议程在选举前已大幅缩水，一项原计划推进的住房可负担性法案在获得两院压倒性通过后，签署安排被临时取消，这本身反映出选举年立法的实际约束。

选举结果对于中美关系而言，影响集中在关税与科技制裁两个方向。按照美国宪法，总统在外交、国防与安全领域拥有决定性权力，即便民主党赢得国会多数，也很难从根本上扭转现政府的对外政策取向，但国会有能力在程序与资源上形成结构性约束。依据上海全球治理与区域国别研究院观点，民主党夺回国会多数后大概率会加大在中国议题上的动作，攻击现政府对华立场偏软，推动更多涉华议案，并通过听证、调查与公开质询介入政府对华经贸谈判，干扰已经或即将达成的经贸安排，或给中美关系带来更大的不确定性。但考虑到中期选举涉及的多是各选区的地方性事务，中美关系不太可能成为主要议题，今年两国关系总体或仍以稳定为主；如果民主党重夺国会，一方面国会对华政策施压增强，另一方面总统在国内议题上受掣肘后可能把更多精力转向国际事务，后者或许会为双边合作留出空间。综合判断，关税与科技制裁在选举后更可能表现为程序性摩擦增加、推进节奏放缓，方向上的急转弯概率不高；对市场而言，这一渠道的影响更可能体现为政策预期波动，而非当期盈利的直接冲击。

综合来看，本轮中期选举的基准情景仍是共和党丢掉众议院，参议院归属取决于少数几个战场州的结果。目前选情整体民主党占优，但特朗普政府仍有机会通过竞选资金或控制居民成本翻盘。当前决定选情的变量已经比较清楚：生活成本能否回落，特朗普阵营的资金是否在最后两个月真正投放，以及核心摇摆州的候选人能否把基本盘动员转化为独立选民的支持。

六、风险提示

1. **美国通胀水平超预期：**若中东冲突持续推升能源与食品价格，美国通胀粘性进一步增强，物价与高利率痛点将盖过其他竞选议题，独立选民将生活成本上涨归咎于执政党共和党，共和党在关键摇摆州的防守压力被动放大，民主党翻盘席位可能超出预期；

2. **竞选资金投放与最后阶段助选效果超预期：**共和党在最后两个月仍具备集中投放能力，若资金押注与总统助选有效激活基本盘并扭转独立选民态度，民调领先的民主党候选人优势可能快速收窄；

3. **两党内部变化超预期：**民主党内部进步派与建制派矛盾若持续激化，反建制浪潮扩散导致摇摆州温和候选人资源被分流，将削弱民主党兑现翻盘的执行力；共和党层面，虽特朗普牢牢掌控党内主流，但若中期选举失利，党内建制派、精英势力将集中发起权力争夺，撕裂共和党政策共识，后续贸易、财政、移民政策存在大幅摇摆风险。

4. **中东地缘政治风险持续外溢：**若中东冲突再度升级，油价与避险情绪的脉冲式冲击将进一步抬升生活成本、压制风险资产表现，并通过“经济议题投票”渠道放大执政党在中期选举中的不利处境。

仅供内部参考，请勿外传

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。