下载日志已记录，仅供内部参考

宏 观 研 究

中期选举观察：美国十年政策复盘与推演

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

户晓 登记编号：S1220526100002

相 关 研 究

2026 年 11 月 3 日美国举行中期选举，改选全部众议院席位及 35 个参议院席位，新一届国会 2027 年 1 月就职。报告复盘 2016-2026 年美国重大立法、行政与军事行动，结合选情、两党议题立场推演政策走向与市场博弈主线。

综合民调与预测市场，基准情景为民主党掌控参众两院（55%-60%）；次情景是民主党拿下众议院、共和党保留参议院，形成分裂政府（约 30%）；共和党守住两院概率不足 10%。中选魔咒、偏低的支持率以及选民对经济物价的担忧，利好民主党。

过去十年美国党派极化加剧，行政权持续扩张，国会常规立法功能弱化，党内裂痕、利益集团捐款对政策影响显著。税收、贸易、财政、气候产业、美伊冲突上两党立场分化明显。

若民主党横扫两院，或将推进温和税改再平衡、约束单边关税，债务上限风险回落，国会对战争拨款约束增强，但军事主导权仍在白宫。如果是分裂国会，税改大概率停滞，债务上限博弈在 2027 年下半年升温，国会仅能施压拨款，无法直接终止军事行动。

部分底层政策框架不受选举结果影响：2027 年高赤字、高利率格局难逆转，关税主导权留在总统手中。美联储以观望为主，通胀反弹或将加息，降息需要油价回落叠加冲突缓和双重条件。

风险提示：本报告基于历史数据分析，历史规律未来可能存在失效的风险；市场可能发生超预期变化；各驱动因子受环境影响可能存在阶段性失效的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 2026 年中期选举：选民、两党策略与结果预测 4
1.1 两院改选基本情况 4
1.2 选民关心什么：哪些能决定选举，哪些不能 4
1.3 两党的策略与对选民关切的回应 5
1.4 选举结果预测：机构评级+市场定价 5
2 十年重大法案与行动逐项回顾（2016-2026） 6
2.1 《减税与就业法案》（TCJA，2017 年 12 月） 7
2.2 特朗普第一轮关税（232/301 条款，2018-2019） 8
2.3 《CARES 法案》（2020 年 3 月） 8
2.4 《美国救援计划法案》（ARPA，2021 年 3 月） 9
2.5 《基础设施投资与就业法案》（IIJA，2021 年 11 月） 9
2.6 《芯片与科学法案》（CHIPS Act，2022 年 8 月） 10
2.7 《通胀削减法案》（IRA，2022 年 8 月） 11
2.8 《财政责任法案》（FRA，2023 年 6 月） 12
2.9 “对等关税”行政令与 IEEPA 关税战（2025 年 2 月-2026 年） 12
2.10 移民收紧行政行动（2025 年 1 月起） 13
2.11 《大而美法案》（OBBBA，2025 年 7 月 4 日） 13
2.12 《GENIUS 法案》（稳定币立法，2025 年 7 月 18 日） 14
2.13 2026 年美伊战争（专题：无对应法案） 15
3 两党立场总结：议题、演变与博弈逻辑 16
3.1 分议题立场总表 16
3.2 十年演变趋势 17
3.3 两党决策规律 18
4 中期选举后的财政与战争政策预测（2026.11-2028） 18
4.1 情形一：民主党横扫两院（基准主情景：夺回众议院+参议院） 18
4.2 情形二：分裂政府（次要情景：民主党夺众议院、共和党守参议院） 19
4.3 跨情景底盘：不受选举结果影响的基线判断 20
4.4 时点一览 20
4.5 对市场的含义与可证伪观察点 21
4.5.1 大类资产逻辑 21
4.5.2 可证伪观察点 21
5 附录 A 术语速查表 22
6 附录 B 资本市场走势图 22
7 附录 C 制度常识 24

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：选民关切及对 2026 中期选举影响评估 4
图表 2：2026 年中期选举预测——预测市场与量化模型概率 6
图表 3：八部重大法案的两院投票构成（2017 至 2025） 7
图表 4：2026 年美伊战争关键时间节点 15
图表 5：两党核心议题立场对比总览 16
图表 6：标普 500 指数与重大政策事件（2016-2026） 23
图表 7：美债收益率与重大政策事件（2016-2026） 23
图表 8：纳斯达克综合指数与 CHIPS、IRA 法案（2022-2026） 24
图表 9：布伦特原油现货价格与美伊战争（2026 年） 24

下载日志已记录，仅供内部参考

1 2026 年中期选举：选民、两党策略与结果预测

本部分梳理选举制度基础、选民核心关切、两党竞选策略，结合民调、专家评级、预测市场给出选举情景判断。新一届国会将于 2027 年 1 月 3 日正式履职。

1.1 两院改选基本情况

【核心判断】本次中期选举众议院全部席位改选，共和党拥有微弱多数安全垫；参议院共和党防守席位更多。众议院民主党翻盘概率更高，参议院结果变数更大。

2026 年 11 月 3 日将举行中期选举，同步完成国会、部分州长与州议会换届：众议院全部 435 个投票席位重新改选，取得 218 席即可拿到众议院多数；参议院 100 席中改选 35 席（33 个常规轮换+2 场特别选举），剩余 65 席留任。同期还将开展 36 个州州长选举。

选举前国会席位现状：众议院：共和党 218 席，民主党 214 席，另有 4 个空缺席位。共和党安全缓冲薄弱。参议院：当前共和党 53 席，民主党阵营合计 47 席；本次改选 35 席中共和党防守 22 席、民主党防守 13 席。民主党想要取得参议院多数席位，需要净增 4 席；若净增 3 席，将形成 50-50 平局，由副总统万斯投出决胜票。

1.2 选民关心什么：哪些能决定选举，哪些不能

【核心判断】生活成本、通胀与油价是本次选举决定性变量；医疗成本为重要主战场；移民、就业更多起到动员基本盘作用；AI 监管、政府伦理舆论热度高，但难以转化为摇摆席位变化。

多项民调给出了相近的选民画像：生活成本是本次中期选举压倒式的核心矛盾，美伊冲突带来的油价波动进一步放大民生焦虑；部分议题有讨论热度，但难以直接影响选举结果。

图表 1：选民关切及对 2026 中期选举影响评估

议题	选民核心态度	选举影响等级
通胀与生活成本 / 经济总体	选民排位第一的关切，现任总统在此议题上失分严重	决定性
油价 / 能源价格（美伊冲突传导）	冲突推高能源开支，公众对政府冲突处理方式认可度偏低	决定性
医疗 / 食品 / 住房成本	医保补贴削减，选民对保费价格上行敏感	较高影响
移民与边境安全	共和党基本盘动员议题，但也削弱特朗普中间选民支持	中等影响
AI / 数据中心监管	影响大型数据中心规划选区的选票，且两党在此议题没有清晰党派分界线	情绪放大器
政府伦理 / 腐败	公职人员权力和私人利益的边界问题，难以撬动摇摆选票	低影响

资料来源：Reuters/Ipsos 民调，方正证券研究所整理

通胀与油价的冲击直接落到每个家庭日常账单，是民主党翻盘的核心动力。

油价属于关键外部变量：美伊冲突扰动霍尔木兹海峡供给，油价上行会进一步推高整体通胀，放大选民对执政党的不满；若油价出现明显回落，会部分对冲民主党选举叙事。

医疗成本是重要竞选抓手：OBBBA 带来 Medicaid 削减、ACA 保费上涨，民主党在摇摆选区针对性投放医保相关广告，把医疗负担作为攻击主线。

移民议题分化明显：能够有效动员共和党基本盘，但难以争取中间选民；移民政策的民意支持度与总统整体支持率基本持平。

下载日志已记录，仅供内部参考

AI、政府伦理类议题，社交媒体讨论热度较高，但大多停留在情绪层面，对摇摆州席位实际拉动有限。

1.3 两党的策略与对选民关切的回应

【核心判断】民主党以“可负担性”为总框架，锚定中间选民；共和党竞选重心是激活本党基本盘。摇摆选区共和党议员出现与总统公开切割的现象，党内选举诉求与白宫政策目标出现分歧。

民主党竞选策略：统一包装于“可负担性”叙事

民主党构建统一的“可负担性（affordability）”策略框架，将高物价归因于共和党关税以及美伊战争。核心逻辑是：“你的家庭账单上涨，根源来自特朗普的关税以及他发动的战争”。民主党一方面在摇摆选区定向投放大量医保广告，重点渲染 OBBBA 法案带来的 Medicaid 福利削减、ACA 保险补贴到期后居民保费抬升；另一方面将美伊军事行动定性为缺乏国会授权、缺少清晰战略的冒险行动，把结束战争和压低油价、降低生活成本深度绑定，争取受高能源价格困扰的中间选民。

共和党竞选策略：优先动员基本盘，回避民生痛点

共和党整体策略以投票率优先（turnout），策略重心不在于说服中间选民，而是调动本党支持者出来投票。共和党竞选宣传重点突出 OBBBA 减税成果，将当前高通胀、高物价归因为拜登时期政策遗留问题。特朗普对外承诺，如果共和党能够保住参众两院，将向每位民众发放 5000 美元，该政策遭到民主党抨击，被定性为“依靠财政赤字购买选票”。此外，党内出现分化：部分摇摆选区的共和党众议员，公开主动与伊朗战争政策做切割，降低自身选举风险。

1.4 选举结果预测：机构评级+市场定价

【核心判断】综合民调、专家席位评级、预测市场定价：民主党夺回众议院属于高置信事件；参议院选情近期转向民主党略占优，但不确定性仍高。基准主情景为民主党参众两院双双拿下；次要情景为仅夺回众议院，共和党守住参议院，形成分裂政府；共和党同时保住参众两院概率偏低。历史“中选魔咒”、现任总统低位支持率、民生压力共同构成民主党选举利好。参议院改选结果存在不确定性。

支撑该判断的三层现实逻辑：

中选魔咒历史规律：当现任总统支持率低于 50%，执政党众议院平均丢失 36-37 个席位；当前共和党在众议院仅拥有微弱领先，安全垫很薄。

总统支持率处于历史低位：现任总统整体支持率约 38%，压制本党选情。

民生议题成为决定性变量：生活成本、通胀、油价是选民首要关切，总统在此议题不认可率高达 71%，直接削弱共和党在摇摆选区的基本盘。

分议院情景总结

众议院：民主党翻盘高置信。只需要净增 5 个席位即可取得多数，预测市场、专家评级、历史规律指向一致，是确定性较高的选举结果。

参议院：不确定性较高。共和党防守席位数量更多，存在较大变数，因此存在两套主要情景。

基准主情景：民主党参众两院同时拿下；

下载日志已记录，仅供内部参考

次要情景：民主党仅夺回众议院，参议院继续由共和党控制，形成分裂政府格局；

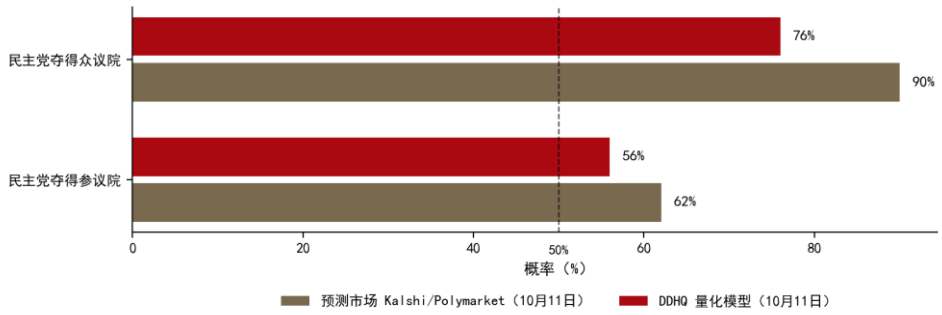
尾部情景：共和党守住参众两院。

市场层面的底层启示

从历史经验看，中期选举阶段美股呈现选前平淡、选后修复的统计特征。在分裂政府情形下，新立法推进受阻，大规模财政扩张被约束，政策不确定性下行，市场表现为收益改善、波动率下行。但该规律仅为历史统计现象，会被战争、油价、通胀、美联储政策等外部变量覆盖，不能作为确定性交易依据。

综合预测：

图表 2：2026 年中期选举预测——预测市场与量化模型概率



资料来源：Kalshi、Polymarket、DDHQ，方正证券研究所整理，截至 2026 年 10 月 11 日

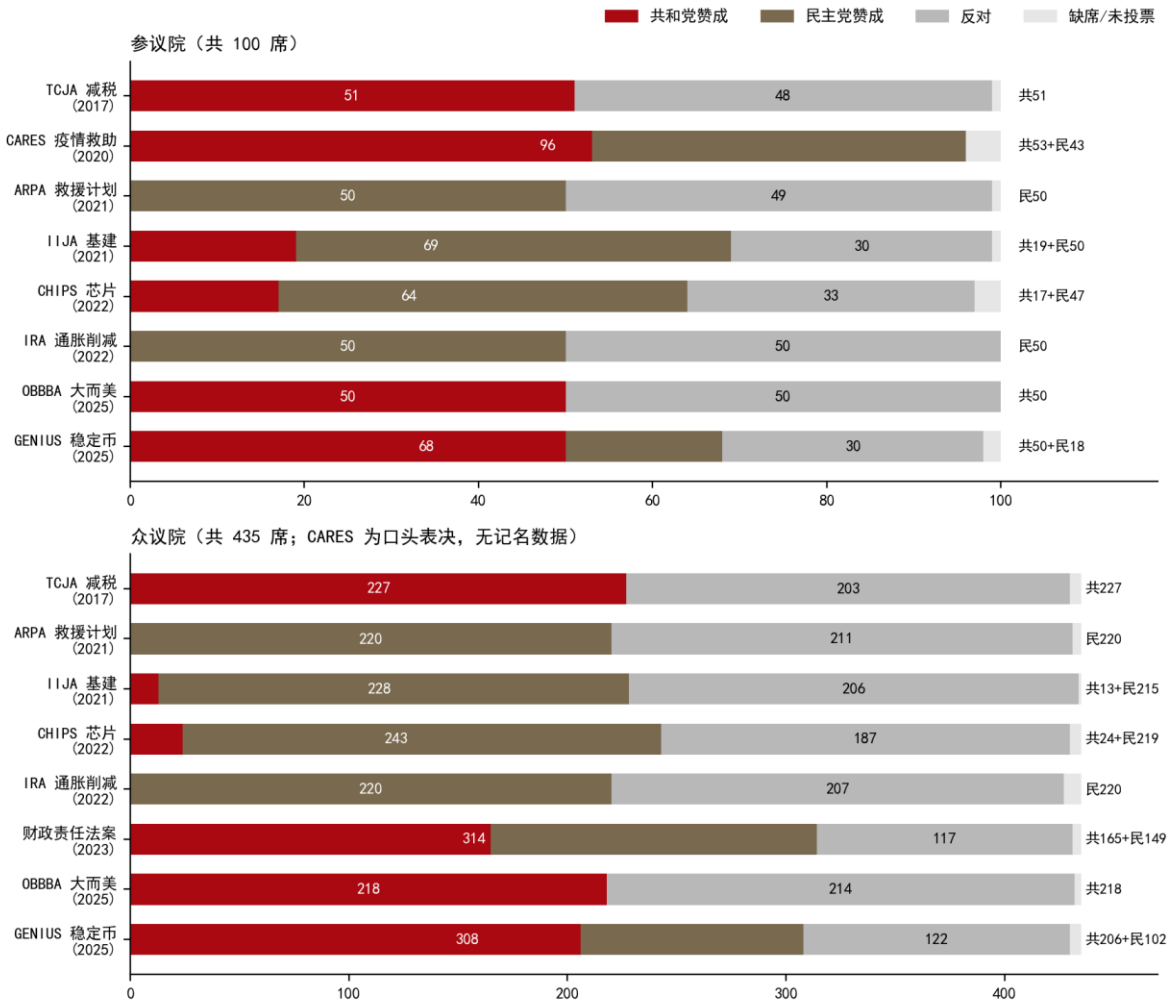
注：Cook Political Report（10 月 9 日）——众议院 213 席倾向民主党/201 席倾向共和党/21 席摇摆；Cook 测算民主党净增 9 至 19 席（合计 224-234 席）。参议院 47 席倾向民主党/46 席倾向共和党/7 席摇摆。

2 十年重大法案与行动逐项回顾（2016-2026）

本部分按时间顺序回顾对美国经济与资本市场影响最大的十三项国会立法与总统行政行动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：八部重大法案的两院投票构成（2017 至 2025）



资料来源：美国国会公开记名投票记录（congress.gov / clerk.house.gov / senate.gov），方正证券研究所整理。
注：IRA 与 OBBBA 在参议院靠副总统决胜票通过。众议院 TCJA、ARPA 为最终表决票数（227-203、220-211）。

2.1 《减税与就业法案》（TCJA，2017 年 12 月）

【核心判断】TCJA 是美国近 40 年规模最大税制改革，依靠预算协调程序以几乎纯共和党投票落地；政策抬升企业盈利、带来资本市场短期利好，但对长期潜在 GDP 拉动有限，扩大财政赤字并加剧收入分化，其个人所得税条款后续在 OBBBA 中实现永久化。

该法案是特朗普上任后首个标志性立法成果，也集中体现了美国财政立法从跨党妥协转向“零跨党共识”。法案核心条款包括：①企业所得税率由 35%（最高档）永久下调至 21%（单一税率）；②个人所得税七档税率普降 1-3 个百分点，标准扣除额近乎翻倍（个税条款原设置 2025 年到期）；③海外递延利润，无论是否汇回，视同分配征税；④州与地方税抵扣（SALT）设置 1 万美元上限；⑤遗产税免税额翻倍。国会税收联合委员会 JCT 立法时测算，该法案将增加未来十年联邦赤字约 1.46 万亿美元。

法案通过预算协调程序（参考附录 C“预算协调程序”）完成立法，投票高度党派化：众议院 227-203，共和党几乎全票赞成，民主党全部反对；参议院 51-48，仅共和党投赞成票。高税州部分共和党议员因 SALT 抵扣上限损害本州选民利益投出反对票。

下载日志已记录，仅供内部参考

共和党立场：认为减税能够刺激企业投资、扩大就业、提升工资，兑现竞选承诺。

民主党立场：认为减税红利过度向大企业与高收入群体倾斜，加大贫富差距、推高赤字，并预判未来共和党将借赤字压力削减医保等社会福利。

经济层面，税改带来短期刺激：2018 年标普 500 企业股票回购总额达 8064 亿美元，当年跨国公司汇回海外利润 7770 亿美元。但就业、固定资产投资基本延续原有趋势，长期潜在增速提升效果并不显著。充分就业环境下实施减税进一步扩张联邦赤字。高收入群体收益显著高于低收入群体。2025 年 OBBBA 法案将原本到期的个人减税条款永久化，并把 SALT 抵扣上限临时提升至 4 万美元。

资本市场层面，行情主要在立法博弈阶段完成定价，而非法案签署落地。2017 年全年标普 500 上涨约 19.4%，高有效税率企业相对占优。财政扩张预期叠加美联储收紧周期，推动 10 年期美债收益率自 2017 年 9 月 2.06%上行至 2018 年 10 月 3.23%。

2.2 特朗普第一轮关税（232/301 条款，2018-2019）

【核心判断】本轮关税依靠总统行政权力落地，国会未能形成有效约束；美国政策框架从传统自由贸易转向关税导向的产业保护。关税成本主要由美国进口商与消费者承担。未能如预期实现制造业大规模回流。对华强硬贸易立场成为两党延续性共识。

本轮关税依托 232 国家安全条款、301 贸易条款以总统行政令实施，无需国会立法表决。主要措施包括：①232 条款：钢铁 25%、铝 10%的全球性关税；②301 条款：对合计约 3700 亿美元中国商品征收 7.5%-25%分批次关税，覆盖机械设备、电子、化工、消费品等；③重谈北美自贸协定形成 USMCA，提高原产地门槛引导汽车供应链北美回流；④配套约 280 亿美元农业补贴对冲贸易伙伴报复对美国农户的冲击。

国会层面仅在 2018 年 7 月通过一份无约束力参议院动议，呼吁扩大国会在关税决策中的权力，不具备法律强制效力。

共和党主流支持关税产业保护逻辑，但部分议员担忧钢铝关税损害下游制造业、恶化盟友关系。

民主党批评关税抬高国内居民消费成本，质疑总统绕过国会行使贸易权力；但对华立场与共和党趋同，拜登政府上台后基本保留 301 关税体系。

从经济效果看，关税负担绝大部分传导至美国本土，更多带来贸易转移而非制造业回流；就业拉动效果有限。2019 年贸易政策不确定性叠加全球电子周期下行，压制企业资本开支。

市场表现上，关税推升市场波动率与风险溢价，行业表现分化。2019 年权益市场修复的核心驱动来自美联储三次降息，关税只是扰动变量，并非行情主导因子。

2.3 《CARES 法案》（2020 年 3 月）

【核心判断】CARES 法案是疫情危机下美国两党罕达成高度共识的大规模财政刺激，与美联储零利率+无限 QE 共同构成财政-货币双宽松组合，避免经济陷入大萧条式衰退，但居民储蓄扩张也为此后通胀埋下基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

法案总授权规模 2.2 万亿美元（约占美国 GDP10%），核心工具包括：①居民直接现金补助、每周 600 美元的额外失业救济；②首轮 3490 亿美元规模小企业薪酬保护贷款 PPP，满足条件可豁免还款（后经 PPPHCEA 追加 3100 亿美元）；③4540 亿美元财政部担保，作为美联储紧急信贷工具的风险缓冲；④大企业救助以及州、地方政府公共卫生、交通教育援助。后续 2020 年 12 月追加 9000 亿美元救助补充法案，进一步延续失业救助、PPP 相关安排，后续多年存在针对 PPP 欺诈的追讨。

作为危机应急法案，参议院 96-0 近乎全票通过，众议院口头表决落地。两党虽然在资源分配上存在分歧（共和党优先推动企业救助，民主党更看重失业救济与州地援助），但疫情冲击属于无过失的经济停摆，两党均担忧不实施救助带来政治代价。

经济影响：成功阻断经济萧条螺旋，支撑美国 V 型复苏，居民储蓄率跳升至历史高位；同时推升联邦赤字，2020 财年赤字达 3.13 万亿美元，为二战之后最高。该轮刺激叠加后续 ARPA，成为 2021-2022 年通胀上行的重要因素；资产价格上行同时也带来财富分配进一步失衡。与此同时，美联储宽松政策强化市场对下行风险保护的预期，改变市场风险承担行为。

资本市场反应：财政刺激配合美联储零利率与无限 QE，带动权益市场快速修复；信用利差显著收窄；一级市场融资火热。居民超额储蓄带来大量零售资金入市，间接催生 2021 年散户交易、SPAC 发行热潮。

2.4 《美国救援计划法案》（ARPA，2021 年 3 月）

【核心判断】ARPA 为拜登上台后首轮大规模疫情财政法案，依靠预算协调程序由纯民主党通过；托底家庭收入与地方财政、压低贫困率，但需求端大规模转移支付成为通胀上行重要推手，也成为共和党选举攻击的核心素材。

法案预算规模 1.9 万亿美元，核心内容：①第二轮个人 1400 美元现金发放；②3500 亿美元州与地方政府财政援助；③为期一年的扩大版儿童税收抵免，阶段性压低儿童贫困率；④延续失业救济，加大疫苗检测相关财政拨款。其中儿童税收抵免在 2021 年末到期，后续 OBBBA 设立规模更小的替代方案。

立法全程党派割裂，走预算协调快车道：参议院 50-49、众议院 220-211，共和党无一人投赞成票。

民主党逻辑：吸取 2009 年刺激力度不足的历史教训，认为刺激不足风险大于刺激过度，同时借危机推进儿童福利等长期政策议程。

共和党立场：经济已经重启，救助规模过大，资金投放精准度不足，会加剧债务与通胀风险。后续 2022 年美国通胀冲高，该法案成为共和党选举叙事的重要论据。

经济层面：有效加速经济复苏，压低失业与贫困水平，但大规模需求刺激推升通胀压力；有学者认为峰值时 ARPA 推升通胀 2.6 个百分点。

资产定价：法案落地开启“再通胀交易”，2021 年一季度 10 年期美债收益率由 0.93%上行至 1.74%；周期、价值板块跑赢长久期成长股，大宗商品走强。2022 年美国 CPI 一度冲高至 9.1%，股债双杀，是 CARES+ARPA 两轮财政刺激的滞后后果，美联储全年 425bp 加息属于对过热需求的事后应对。

2.5 《基础设施投资与就业法案》（IIJA，2021 年 11 月）

下载日志已记录，仅供内部参考

【核心判断】IIJA 是十年间为数不多获得跨党支持的实体基建立法，合计 1.2 万亿总规模，其中 5500 亿为新增支出；与 CHIPS、IRA 共同构成拜登产业政策三件套，但受后续政府行政令干预。资金分多年投放，市场事件窗口超额收益有限。

法案总规模 1.2 万亿美元，其中 5500 亿美元属于新增财政支出，其余为原有计划内开支。资金投向道路桥梁、公共交通、铁路、宽带、电网、充电桩、水利港口机场；授权周期 5 年，实际拨付周期最长可达 10 年。大部分资金按公式直接分配各州与地方政府，少部分为竞争性申请拨款。

投票层面出现跨党派支持：参议院 69-30，19 名共和党议员投赞成；众议院 228-206，13 名共和党议员支持。

民主党：法案缓解美国基础设施长期维护欠账，拉动就业与供应链；党内进步派认为法案整体规模不足、气候条款被大幅削弱，原本希望将基建与社会、气候法案捆绑推进。

共和党支持派认可传统基建刚需；反对意见集中于不希望将气候、公平导向条款混入传统基建项目。

后续执行体现政策执行端的脆弱性：2025 年后特朗普政府发布行政令和备忘录，收缩电动车充电、海上风电、气候公平相关项目资金，部分板块陷入司法与行政拉锯。截至 2026 年 7 月，四大部门 5747 亿美元 IIJA 资金中，约 4370 亿已经签署项目协议，实际拨付约 3100 亿美元。

经济影响：建筑业、制造相关岗位得到拉动，私人投资被撬动，基建投资占 GDP 比重回升至 1979 年以来高位；但通胀侵蚀部分实际购买力，学界对该法案对长期生产率提升幅度存在明显分歧。

资本市场：工程建筑、材料、电气化相关标的获得持续资金流入，但资金投放周期长，政策预期已经提前 price-in，事件窗口超额收益并不突出。法案签署同月美联储宣布 Taper 缩减购债，利率上行压制长久期资产，进一步对冲基建板块政策红利。

2.6《芯片与科学法案》（CHIPS Act，2022 年 8 月）

【核心判断】CHIPS 法案是美国半导体供应链安全导向的产业政策，获得跨党派多数支持；通过补贴、税收抵免撬动本土晶圆制造资本开支，但财政成本较高，对就业拉动有限，封装、材料环节对外依赖并未根本消除；选区经济利益超越部分共和党内部“反对政府挑选赢家”的意识形态。

法案核心条款分为补贴、税收抵免、科研授权与护栏约束四大块：①527 亿美元半导体专项补贴，含 390 亿美元制造补贴与 110 亿美元研发资助；②2027 年前建厂投资享受 25%税收抵免；③合计约 2000 亿美元的国家科学基金会、能源部等机构科研授权；④设置护栏条款：接受补贴企业 10 年内不得在中俄伊朝扩建先进制程产能。

后续执行出现重要修订：2024 年商务部与台积电、英特尔、三星、美光签署投资协议；2025 年 OBBBA 将建厂税收抵免由 25%上调至 35%；特朗普政府利用补贴换取英特尔股权，豁免部分项目里程碑与超额收益分享条款；对半导体加征 232 关税，对在美投资企业设置豁免。值得注意，2000 亿美元科研授权仅完成授权，大部分拨款未落实；对华技术护栏与实体清单、设备出口管制协同执行。

下载日志已记录，仅供内部参考

两院投票存在跨党支持，但共和党内部明显分裂：参议院 64-33，民主党阵营几乎全员赞成，17 名共和党议员投支持票；众议院 243-187，24 名共和党议员选择赞成。

民主党：立足于国家安全、供应链自主，同时创造本土制造业就业，服务对华科技竞争目标。

共和党：支持方看重供应链安全；反对派批评政府向盈利科技巨头提供大额补贴，担忧加重财政赤字。但随着各州落地晶圆工厂带来地方就业，选区利益压倒意识形态，推动后续税收抵免进一步加码。

经济层面，法案撬动 2024 年超 4500 亿美元私人半导体投资，据 SIA 预测，美国本土晶圆制造产能份额将由 2022 年的 10%提升至 2032 年的 14%。但整体对 GDP 总量贡献有限，新增就业规模低于市场前期乐观预期，封装、关键材料依旧高度依赖亚洲供应链，属于以财政成本换取部分先进产能的本土转移。

资本市场层面，法案签署处于美联储激进加息周期，2022 年主导变量是利率上行与全球电子需求下行，费城半导体指数、纳斯达克签署当周不涨反跌。长期看设备商、拿到补贴的制造企业是相对受益方向，但政策红利被高利率环境显著压制。

2.7 《通胀削减法案》（IRA，2022 年 8 月）

【核心判断】IRA 是民主党依靠预算协调程序单边落地的产业与医保法案，立法阶段无跨党选票；撬动美国清洁能源资本开支，但财政实际支出超出立法时预估；大量投资流入共和党红州，造成共和党内部“意识形态反对”和“选区利益诉求”的内部撕裂。

法案名义目标包括通胀缩减、气候投资、医保改革，核心条款：①约 3700 亿美元清洁能源税收抵免，覆盖光伏、风电、储能、氢能、电动车、核电，多数补贴不设置总额上限；②授权 Medicare 开展处方药价格谈判；③对年利润 10 亿美元以上大企业设置 15%最低实际税率，股票回购征收 1%消费税；④扩充 IRS 税收执法预算。国会预算办公室立法时预估，法案十年可净减少赤字 2380 亿美元（CBO 后续修订下调该预期）。

后续法案显著改变原始政策力度：OBBBA 对电动车、风光、先进制造相关税收抵免提前终止、加速退出或被提高门槛；IRS 追加预算在后续拨款法案中被多次削减。

法案完全依靠预算协调程序通过，无共和党支持：参议院 51-50，副总统哈里斯投决胜票；众议院 220-207，共和党全员投反对。

民主党：兑现气候政策承诺，降低居民医疗负担，推动税制公平，同时借产业补贴实现新能源供应链回流。

共和党：批评法案属于大政府干预市场，增税压制企业活力，药价管制会削弱医药创新能力。但当清洁能源项目落地本州之后，部分共和党议员转而主张保留税收抵免。

经济影响：有效拉动本土清洁能源、电池制造投资，但无上限税收抵免带来财政成本超预期；对通胀的实际抑制效果存在学界争议；本土含量、北美组装等保护条款，也对欧洲等盟友形成贸易冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

资本市场：法案落地初期光伏、储能、氢能板块获得短期超额收益；但 2023-2024 年清洁能源板块显著跑输大盘，高利率对长久期重资产项目的融资成本冲击，超过税收补贴带来的利好。

2.8《财政责任法案》（FRA，2023 年 6 月）

【核心判断】FRA 是 2023 年债务上限危机的妥协产物，共和党以债务违约相威胁，得到支出上限、福利收紧和能源审批松绑；民主党得到债务上限暂停并将危机推迟到大选之后。依靠两党中间派联合推动，左右两翼均表示不满；短期解除违约风险，但并未真正解决美国长期赤字问题，事实上政府扩张支出和赤字时受到的制度阻力越来越小，博弈常态化。

核心条款：①债务上限暂停至 2025 年 1 月 1 日；②设置 2024-2025 财年非国防自主支出增长上限，附带豁免条款；③收紧福利券申领门槛；收回未使用的疫情救助资金，削减 IRS 扩编预算；④简化能源项目行政审批流程。后续发展：债务上限 2025 年 1 月恢复生效，财政部启动非常规措施维持政府运转；2025 年 OBBBA 一次性上调债务上限 5 万亿美元，本轮危机暂时平息。

投票格局呈现“两翼反对、中间结盟”：众议院 314-117，参议院 63-36，两党强硬保守派与进步派均大量投出反对票。

民主党：规避债务违约带来的灾难性经济后果，但反对福利条款收紧，认为做出过多让步。

共和党：以债务上限为谈判筹码换取支出约束与能源审批松绑；党内 MAGA 保守派认为谈判让步过大，没有实现深度减支目标。

经济层面，法案最直接影响是规避 2023 年夏天美国主权债务违约。但对整体财政赤字约束效力有限，美国高赤字格局延续。

资本市场：临近“X 日”阶段，3 个月短期国库券出现明显违约风险溢价；协议落地后恐慌溢价快速消退。危机阶段 AI 盈利预期与美联储政策转向才是美股主线，债务上限并非市场核心交易逻辑；协议签署后财政部大规模发债重建现金账户，带来阶段性流动性抽离。

2.9“对等关税”行政令与 IEEPA 关税战（2025 年 2 月-2026 年）

【核心判断】本轮关税是总统依托紧急行政权力推出的大规模贸易政策，未经国会立法；后被最高法院判定越权，行政部门转而复用 232、301 条款完成关税体系“常设化”；关税成本绝大多数由美国进口商和居民承担，成为中期选举选战武器。

政策演进：①2025 年初，依托 232 国家安全调查，对铝、汽车零部件加征 25%关税（铁铝税率 2025 年 6 月增至 50%；2026 年 4 月起，按纯铁铝铜和衍生品分别适用 50%和 25%税率）；②2025 年 4 月 2 日“解放日”援引 IEEPA，以贸易逆差为理由实施全球基准 10%+国别差异化对等关税，对华关税大幅抬升；③2026 年 2 月最高法院 6-3 判决 IEEPA 关税越权，约 1660 亿美元已征关税面临退款；④行政当局快速切换工具，先后启用 122 临时附加关税、301 贸易条款重建关税框架。301、232 条款无固定到期时间，关税由紧急临时措施转为常态化工具。部分国家和地区和美国达成框架协议获得税率减免。

该系列全部为总统行政行动，不存在国会立法投票。国会民主党尝试通过立法、司法诉讼限制总统单边关税权力。

下载日志已记录，仅供内部参考

共和党主流：支持关税政策，认为可以重建本土工业、创造蓝领岗位，同时增加海关财政收入，服务对华竞争。党内建制派担忧关税抬升下游制造业成本、引发贸易报复损害农业州利益。

民主党：批评程序违法，关税本质是向国内家庭隐形加税，同时损伤盟友关系，但不否定对华强硬的方向。

经济测算显示 86%-94%关税成本由美国进口方承担。2025 年海关关税收入 2870 亿美元，较 2024 年增长 192%，2025 上半年核心商品 PCE 价格上涨 1.5%；最高法院判决后的退款，会在后续年度对联邦财政形成压力。

资本市场："解放日"公告后出现股债汇同步冲击，标普 500 两日内回撤接近 10%；短暂暂停关税后市场暴力修复。2025 全年标普 500 最终上涨 16.4%，4-7 月修复行情主要来自 AI 盈利、宏观韧性，而非关税政策。市场开始交易滞胀对冲逻辑，贵金属、通胀保值债券相对占优；美联储全程观望。

2.10 移民收紧行政行动（2025 年 1 月起）

【核心判断】移民收紧属于总统系列行政举措，无国会立法；造成美国净移民转负，形成劳动力供给侧的持续性负面冲击，推高通胀压力，压缩美联储降息空间，是 2025-2026 年美国重要供给冲击来源。

自 2025 年 1 月就职起，总统签署多项行政令，宣布美墨边境国家紧急状态。核心举措：①扩大优先驱逐范围，由重罪犯改为所有无证移民；②庇护与入道入境通道大幅收紧；③改革 H-1B 签证等合法移民通道；④尝试切断庇护城市联邦非强制性拨款；⑤推动出生公民权限制改革，该条款持续处于司法合宪性审查流程。共和党通过预算协调程序将 ICE 执法资金锁定至 2029 年。

政策落地后引发大量诉讼与社会抗议；量化机构测算 2025 年美国净移民转负，2026 年净移民依旧维持低位。国会两党围绕拨款、执法监督持续拉锯，民主党希望增加执法程序约束作为拨款交换条件。

共和党：将非法移民视作国家安全威胁，认为移民挤占本土工作岗位与社会福利，收紧政策服务本国劳动者利益。

民主党：批评大规模驱逐带来劳动力短缺，推高通胀、损害供应链，同时质疑执法程序正当性。

经济影响：过去十年移民贡献美国劳动力净增长超过 50%。移民大幅收缩，压低黄金年龄劳动力增速；农业、建筑、养老护理、食品加工行业用工紧缺最突出。据测算，移民收紧政策可能导致 GDP 增速下降 0.4 个百分点。本土出生人口劳动参与率并未如政策支持者预期出现提升。该供给冲击叠加关税，共同约束货币政策操作空间。

资本市场：市场持续重定价劳动力紧缺带来的企业成本上行、通胀中枢抬升；市场逐步接受"低就业增长不等于经济衰退"。劳动力缺口相关行业的盈利压力被持续定价。

2.11 《大而美法案》（OBBBA，2025 年 7 月 4 日）

【核心判断】OBBBA 为特朗普第二任期旗舰财政法案，依靠预算协调程序通过；永久延续 TCJA 减税条款，叠加新一轮减税、福利削减与债务上限大幅上调，显著扩张长期财政赤字；也是民主党中期选举核心攻击靶子，若国会格局改变，法案部分条款具备被冻结修订的脆弱性。

下载日志已记录，仅供内部参考

法案核心内容：①将 TCJA 原定 2025 到期的个人减税条款永久化，保留企业 21%税率；恢复 100%奖励折旧、研发即时抵扣；上调 SALT 抵扣上限至 4 万美元；②据测算，十年维度带来 4.1 万亿美元（含利息口径）新增赤字；③Medicaid 医疗补助削减约 9900 亿（CBO 毛额口径）美元，食品券申领收紧，下调 ACA 医保补贴；④大幅削减、提前退坡 IRA 清洁能源税收抵免，扩大油气开采许可；⑤债务上限一次性提升 5 万亿美元至 41.1 万亿美元；⑥增加移民执法、国防预算。按当前赤字路径，新债务上限预计 2027 年春夏触限，叠加财政部非常措施可支撑至 2027 年底前后（BPC/CBO 口径）。

投票完全党派割裂，依靠副总统决胜票过关：参议院 51-50，众议院 218-214。民主党在两院零赞同票。共和党内部财政保守派对巨额赤字扩张表达反对。

共和党主流：兑现减税竞选承诺，刺激企业投资；缩减福利开支，弱化拜登时代绿色补贴。党内财政保守派担忧赤字爆炸，带来长期通胀与债务风险。

民主党全面反对，将其定性为“劫贫济富”：减税收益集中于高收入群体，普通家庭承担医保、社会福利收缩的代价，同时该法案放弃美国新能源产业优势。Medicaid、ACA 保费上涨成为民主党选举宣传的核心议题。

分配效应分化明显：收入前 1%家庭获得可观减税，低收入群体因医疗、食品福利削减出现净收入下降。但法案对增长的提振集中在前期，长期转为拖累（耶鲁预算实验室：2025-2027 年每年提升 GDP 增速 0.2 个百分点，到 2054 年 GDP 将比未实施该法案低 3%以上），减税带来的需求刺激会被高利率与债务挤出效应抵消。

资本市场层面，市场在法案众议院初审阶段已经完成定价，签署当周资产价格反应平淡。财政扩张的影响属于慢变量，在 2026 年伴随战争通胀逐步体现在美债收益率上。板块维度，清洁能源板块承受补贴退坡压力；国防、传统能源、重资本制造业相对受益；财政赤字预期也成为金价中枢抬升的推手之一。

2.12 《GENIUS 法案》（稳定币立法，2025 年 7 月 18 日）

【核心判断】GENIUS Act 是美国首部联邦稳定币立法，是产业游说驱动下跨党派妥协产物；建立稳定币监管框架，创造短期美债的新增需求，支撑美元地位，也埋下新的金融系统性风险隐患；配套监管细则与关联立法落地进度存在较大不确定性。

法案核心监管规则：①稳定币发行方需要维持 1:1 高质量流动性储备，按月披露储备报告；②禁止发行方直接向持有人支付利息，保护现有银行存款体系；③市值大于 100 亿美元的发行机构纳入联邦层面监管；④为商业银行开展稳定币业务提供明确制度路径。立法要求财政部、美联储 2026 年 7 月出台最终实施细则，截至报告成文，细则尚未产出；配套 CLARITY 数字资产管辖权法案停滞于参议院。

两院投票：参议院 68-30，共和党全员赞成，民主党阵营深度分裂；众议院 308-122，民主党内部出现大规模分化。加密与支付行业政治献金对部分民主党议员立场形成影响。

共和党：支持金融创新，稳定币带来美债增量需求，有助于对冲全球去美元化趋势。部分保守派担忧法案变相为央行数字货币铺路。

民主党：一部分议员批评法案消费者保护不足，存在挤兑风险，担忧利益输送；另一部分议员在增加巨头监管约束条件后选择妥协。银行业对稳定币变相付息保持强烈抵制。

下载日志已记录，仅供内部参考

经济层面，稳定币总市值自 2025 年初约 2000 亿美元上行，上行突破 3000 亿美元后回落。稳定币机构成为短期美债的结构性买家，为美国财政融资开辟新的需求来源，但稳定币-美债深度绑定，也意味着美债市场波动会向加密体系传导，形成跨市场风险传染通道。

资本市场：合规稳定币发行主体、基础设施服务商直接受益；比特币、以太坊虽不在法案监管范畴，但获得流动性外溢，价格底部抬升。

2.13 2026 年美伊战争（专题：无对应法案）

【核心判断】本次军事行动由总统发起，未经国会宣战，国会仅能依靠《战争权力法》、拨款监督权实施事后约束，无法直接终止战事；冲突造成霍尔木兹海峡供给扰动，形成强能源供给冲击，推升油价与通胀预期，成为 2026 年美国大选周期最重要的外生变量；两党内部立场均出现分裂，战争议题被高度工具化，绑定国内民生与选举叙事。

2026 年 2 月 28 日，美国联合以色列发起军事打击，截至报告成文，冲突已持续 200 天以上，局势反复拉锯，尚未达成稳定终局。该事件不属于国会立法产物，总统依托既有军事授权开展行动；国会约束手段存在制度短板：《战争权力法》规定未经国会宣战的军事行动 60 天内需获得国会授权，否则应当终止，但该法案的应用和执行存在争议，国会很难强制总统停战。

图表 4：2026 年美伊战争关键时间节点

时间节点	核心事件	政治与市场简要结果
2 月 28 日	美以联合空袭，伊朗高层遇袭，伊朗封锁霍尔木兹海峡	布伦特原油跳涨，3 月 VIX 突破 30；民主党立刻要求启动《战争权力法》辩论
3 月上旬	伊朗新领导层完成接续	能源板块大幅走强，美国国内汽油价格较战前上涨约 30%；共和党摇摆选区议员开始出现公开担忧声音
4 月初	美军战机被击落，速胜预期破灭；达成两周临时停火	市场风险偏好修复，油价阶段性回落
4-6 月	伊斯兰堡多轮谈判，6 月签署《停战备忘录》	布伦特油价回落至 80 美元下方；民主党批评备忘录属于绥靖，未解决伊朗核核心矛盾
7-8 月	备忘录破裂，伊朗重新关闭霍尔木兹海峡	滞胀交易重启，油价重回约 70-105 美元震荡区间
9 月上旬	油轮战升级，美军击沉多艘伊朗油轮；弹药库存压力显现	布伦特突破 100 美元、最高超 130 美元；民主党推动国防部长弹药管理听证会，开展战费审计
10 月上旬	美国增派第三艘航母；特朗普表态中期选举结束后或将升级打击	油价高位震荡；选战白热化，高油价成为民主党攻击执政当局的核心素材

资料来源：方正证券研究所整理

白宫与两党立场博弈

白宫（总统）：主导全部军事节奏。对外维持“极限施压即将奏效”的公开叙事，将战事挫折归因于国会、反对力量掣肘，巩固 MAGA 基本盘；同时希望取得可用于竞选宣传的胜利叙事，规避战争久拖带来的油价、通胀反噬。现实层面误判伊朗政权韧性，军事行动未能实现快速迫使对方屈服的初始目标。

共和党：领导层总体支持总统军事决策；但党内出现明显分化。安全议题上需要维护对伊强硬的基本盘叙事，但油价持续走高损害选区民意，摇摆选区议员逐步从无条件支持转向建设性批评，出现与总统风险切割的行为。党内压力更多体现在公开表态，实质性投票层面很难集体倒戈切断战争拨款。

下载日志已记录，仅供内部参考

民主党：将《战争权力法》作为制衡总统的政治武器。策略上将“结束战争”直接等价于“压低油价、降低生活成本”，适配中期选举的“可负担性”竞选框架。但民主党同样存在两难：即便推动美军停战，如果霍尔木兹海峡物理安全问题没有解决，油价依旧可能反弹，民主党也需要承担民生恶化的政治代价。

经济层面影响

霍尔木兹海峡承担全球超 20%石油海运，海峡反复关闭、油轮袭击构成严重的全球能源供给冲击。

美国国内通胀压力抬升：油价向上传导，加之关税、移民收缩两道供给冲击，直接压缩美联储货币政策降息空间。

财政负担加重：持续军事行动带来额外国防开支，叠加高利率环境，进一步推高联邦利息负担。

外部溢出：全球航运保险、物流成本上行；欧洲等能源进口经济体承受更大增长下行压力。

资本市场表现与资产逻辑

冲突行情存在明显阶段性分化，指数内部板块撕裂显著，AI 盈利主线一定程度对冲地缘带来的大盘回撤，但无法抵消能源通胀带来的利率上行压力。

权益市场：开战初期标普 500 一个月回撤约 7.5%，纳指进入技术性回调；停火谈判阶段风险偏好修复反弹。结构上能源、国防军工、原材料板块显著占优；航空、交运等高油价敏感板块持续承压；信息技术板块内部分化。

原油：布伦特原油由战前约 70 美元最高冲高至 130 美元以上；谈判阶段回落，冲突反复后再度站稳 100 美元上方，油价中枢实现系统性抬升（参见图 9：2026 年美伊战争与布伦特原油现货价格）。

美债：战争推升通胀预期、扩大财政支出预期，10 年期美债收益率由战前约 4.0%上行最高至 5.3%以上；市场交易“滞胀”逻辑。

黄金：开战后美元走强和美债实际利率攀升形成压制。出现阶段性流动性抛售。

美元：受益于避险需求温和走强，美元指数由 97.64 上行至 102 附近，涨幅约 4.7%。

重要制度提示：国会可以通过拨款、决议施加政治压力，但单纯削减战争拨款不等于自动停战，白宫可以依托既有授权、紧急资金、盟友经费分摊等手段延续军事行动，这是后续选举后推演的关键制度前提。

3 两党立场总结：议题、演变与博弈逻辑

综合第二部分十三项法案/行动的投票记录与表态，可以提炼出两党在各议题上的稳定立场、十年间的演变趋势。

3.1 分议题立场总表

表格为高度浓缩汇总，详细论证见第二部分各项法案正文。

图表 5：两党核心议题立场对比总览

核心经济议题

下载日志已记录，仅供内部参考

议题	共和党立场与核心逻辑	民主党立场与核心逻辑	十年演变趋势
税收	持续推动减税加码；TCJA 将企业税降至 21%，OBBBA 永久化个税减税；信奉供给侧减税拉动投资就业，兑现竞选承诺	反对向大企业、高收入群体减税；主张税制公平；批评减税推高赤字、加剧贫富分化	共和党减税持续加码；OBBBA 成为民主党选举攻击核心靶标
关税与贸易	抛弃传统自由贸易，转向关税型产业政策；视关税为重建本土工业、对华竞争工具	批评单边关税抬升居民成本，反对总统绕开国会；对华强硬立场与共和党趋同	共和党完成向保护主义转向；对华关税形成两党延续性共识
财政与赤字	一面减税、一面上调债务上限；传统财政平衡信条弱化	大规模扩张财政支出，但也批评对手赤字扩张	财政鹰派缺位常态化，两党共同把赤字维持高位
产业政策（基建 / 芯片）	支持 IIJA 传统基建；支持 CHIPS 法案国家安全目标；部分议员批评政府补贴私人巨头	全面支持 IIJA、CHIPS；视作供应链安全、就业拉动工具	实体经济、国家安全相关产业政策，容易形成跨党合作
气候 / 绿色能源（IRA）	意识形态层面集体反对大政府绿色补贴；但红州落地项目后，部分议员呼吁保留税收抵免	全面支持，目标应对气候变化、能源转型	立法阶段零跨党选票；选区经济利益可以压倒意识形态

社会与福利议题

议题	共和党立场	民主党立场	演变趋势
医疗	主张清理福利滥用；OBBBA 大幅削减 Medicaid 开支	主攻共和党削减 Medicaid、ACA 保费上涨，捍卫医保补贴	医疗可负担性成为民主党选举主攻抓手
移民	边境强硬，扩大遣返，收紧庇护；优先保障本国人就业	批评大规模移民收紧造成劳动力短缺、推升通胀，重视程序正义	主要依靠行政令推进；民主党依靠拨款、监督权进行拉锯
AI / 数据中心监管	关注电价压力，同时拥抱 AI 产业发展	归入可负担性框架，要求产业承担电网成本	选民层面两党民众均有不满，但两党党内解决方案差异较大

战争与外交议题

议题	共和党立场	民主党立场	演变趋势
2026 美伊冲突	领导层支持总统军事行动；摇摆选区议员呼吁停战，出现内部切割	借助《战争权力法》制衡总统；将“结束战争”与降低油价绑定选举动员	战争高度选举工具化；共和党内部出现明显立场分裂
对外强硬方向	“美国优先”，对华、对伊强硬，弱化多边盟友体系	同样坚持对华强硬，但更看重盟友协作、批评程序越权	对外强硬共识扩大；分歧集中在手段而非目标

资料来源：方正证券研究所整理

3.2 十年演变趋势

趋势一：政党极化持续加深，但选区利益形成现实缓冲。立法范式发生明显切换：从 CARES 法案（2020）危机状态下两党全票协作，逐步过渡到 IRA、OBBBA 这类几乎纯党派投票。到具体选区，现实经济利益可能压制意识形态。典型案例：IRA 清洁能源补贴大量流入共和党红州后，部分共和党议员转而主张保留税

下载日志已记录，仅供内部参考

收抵免；OBBBA 的 Medicaid 削减在摇摆州共和党议员内部引发分歧。政权更迭之后想要彻底拆解已有政策，会遭遇选区利益带来的现实阻力。

趋势二：行政权持续扩张，国会常规立法功能弱化。重大政策越来越依靠总统行政令、预算协调 51 票快车道落地；国会传统 60 票阻挠议事门槛被大量绕开。政策博弈主战场从“国会立法投票”转向程序斗争与执行层面。

预算协调产出法案（减税、福利改革）：国会换届后，新的多数党可以关闭快车道，阻止新法案出台；存量政策更多是冻结而非彻底推翻。

行政令类政策（关税、移民、军事行动）：很难被国会直接撤销，国会仅可通过拨款、监督、司法诉讼施加压力。

趋势三：党内裂痕公开常态化，派系力量影响政策结果。共和党内部 MAGA 激进派与传统财政保守派、高层领导层与摇摆选区议员矛盾公开化；摇摆选区议员为了连任，会公开与白宫切割。民主党同样存在进步派与温和派的分歧。党内撕裂会约束政策空间。

趋势四：利益集团、选举捐款深刻塑造政策细节。表面辩论是“减税 vs 加税”的政治观点冲突，但现实结果呈现企业税负持续下行、居民个人福利负担抬升。减税、产业补贴、加密货币监管等议题，条款很大程度受游说力量影响。

3.3 两党决策规律

政党决策存在三层约束：①本党基本盘诉求；②摇摆选区选举生存压力；③利益集团游说。

危机时期容易跨党合作。类似新冠疫情这种外生重大危机，两党容易搁置分歧出台大规模法案；在常规经济环境下，党派博弈、选举算计会成为主导逻辑。

对外议题更容易形成两党共识；国内分配议题难跨党妥协。对华竞争、国家安全等对外议题容易达成跨党共识；税收、福利、再分配等国内利益切割议题，易走向纯党派投票。

4 中期选举后的财政与战争政策预测（2026.11-2028）

本部分基于前述两党立场、制度约束，按照分裂政府、民主党横扫两院两大情景推演政策路径；提炼不受选举结果扰动的跨情景底盘，同时说明各政策工具的制度约束边界；文末配套跟踪时点与市场含义。

【核心判断】选举结果会改变政策推进力度，但难以扭转部分宏观底层约束：高赤字、高利息大背景 2027 年难以根本逆转；关税政策高度依赖总统行政权力，国会格局对其影响小；美联储货币政策高度绑定油价回落与美伊冲突平息。不同情景主要差异体现在税收再平衡力度、债务上限博弈烈度、战争约束强度。

4.1 情形一：民主党横扫两院（基准主情景：夺回众议院+参议院）

【核心判断】民主党掌握参众两院后，可以动用预算协调推进温和税改，但党内派系分歧会约束改革力度；国会对单边关税的制度约束有望加强，但对华强硬底线不变；债务上限摩擦降低；具备更强手段约束战争，但不能排除总统为转移国内矛盾而军事升级的尾部风险。

a. 税收：温和再平衡，力度受党内团结约束

下载日志已记录，仅供内部参考

民主党获得两院控制权，可以启动预算协调程序，推动税制再平衡：适度上调高收入群体、大企业税负，修复部分被削减的医保福利。

但民主党内部进步派与温和派分歧显著，法案需要本党议员高度统一，激进的财富税、大幅企业加税很难落地，最终政策偏向温和修正，而非彻底推翻 OBBBA 整套减税框架。

b. 关税：尝试加强国会授权约束，对华强硬仍是底盘

国会将推动立法，试图收回部分总统单边关税权力，把关税决策更多拉回国会授权框架。但两党对华强硬共识依旧牢固，或许调整税率结构、修改征收程序。关税退款落地会持续压制关税带来的财政收入贡献。

c. 债务上限：沟通相对顺畅，但党内拉锯依旧存在

出现技术性违约的尾部风险显著下降。民主党大概率会顺利推动债务上限上调或暂停；但党内派系会博弈附加条款，进步派希望捆绑加税，温和派倾向纯上调上限，内部谈判仍会消耗政策时间。

d. 战争与国防拨款：更强约束，但警惕总统“最后一搏”升级冲突

民主党两院可以通过战争权力决议、大幅收紧对伊战争专项拨款，实质性增大停战压力，美伊存在冲突收尾的可能性。

需要重视尾部风险：在大选周期压力下，不排除总统以军事升级转移国内政治矛盾，做出“最后一搏”，即便国会不支持，依旧可以依靠既有短期授权开展军事行动。

e. 货币政策联动

货币政策依旧锚定通胀与油价。只有战争实质性缓和、油价明显回落，降息窗口才会打开；一旦能源再度冲击推升通胀，加息选项依然保留。

4.2 情形二：分裂政府（次要情景：民主党夺众议院、共和党守参议院）

【核心判断】府会分裂格局下，立法快车道关闭，税收政策进入实质冻结；新增减税、大规模财政扩张基本封死，存量政策以冻结为主而非彻底翻转。关税主导权保留在白宫，国会仅能间接施压。2027 年下半年债务上限将成为核心博弈风险点；国会收紧拨款不等于立刻停战，军事行动主动权掌握在白宫与军方。

a. 税收：双向冻结，难有重大新增动作

民主党掌控众议院后，共和党无法启用预算协调 51 票快车道去落地新一轮减税加码；同时民主党在参议院不具备 60 票门槛，也无法单方面推进大规模加税改革。整体呈现“既不能进一步减税，也难以大规模推翻已有减税”的状态。

OBBBA、TCJA 存量减税条款更多是冻结现状，条款若明显伤害摇摆选区利益存在局部修正案的可能。税改边际收益逐步递减；关税退款、研发抵扣扩大将会对联邦财政收入形成拖累。

b. 关税：行政化格局固化，国会夺权难以一步到位

关税体系依托 232、301 等总统行政权力运行，白宫依旧掌握主导权。民主党众议院可采取多重手段施加约束：推进立法限制总统单边关税权力、削减关税执行相关拨款、推动更多司法诉讼。但受参议院共和党牵制，限制总统关税权力

下载日志已记录，仅供内部参考

的法案难以完整落地；特朗普政府仍然可以继续动用现有贸易法律工具维持关税水平。对华强硬的跨党共识持续存在，对华关税框架不会出现根本性松动。

c. 债务上限：预计 2027 年下半年触顶，博弈风险抬升

按照当前赤字路径，OBBBA 上调后的 41.1 万亿债务上限预计 2027 年下半年触及。参众两院分治格局下，谈判极易陷入党派僵持，大概率会逼近“X 日”才达成妥协。民主党会将债务上限提高作为谈判筹码，要求换取开支约束、保护部分医保福利、限制减税外延等条件。虽然债务违约属于小概率尾部风险，但拉锯过程会扰动美债长端收益率，放大利率波动。

d. 战争与国防拨款：跛脚鸭会期为最大悬念

新一届国会可借助国防拨款法案、战争权力决议对特朗普形成政治压力，存在收紧战争相关拨款的可能性。关键制度约束：国会收紧拨款≠自动停战。白宫与军方可以依托既有法定授权、紧急资金、盟友经费分摊等方式延续军事行动。国防总盘子具备两党共识，整体国防预算很难大幅削减，博弈焦点集中在对伊战争专项经费，而非整体国防开支。

e. 货币政策联动：战争-油价-通胀-利率链条不变

油价、地缘冲突仍是货币政策的核心外部约束。即便国会施压停战，只要霍尔木兹海峡持续扰动、油价维持高位，美联储难以开启降息；若通胀再度反弹，仍存在重启加息可能性。

4.3 跨情景底盘：不受选举结果影响的基线判断

a. 财政：高赤字加高利息格局 2027 年不会根本扭转

社保、医保等刚性支出政治阻力大，深度减支难以落地；各类减支举措大多属姿态性调整。利息支出占联邦开支占比持续上行，持续约束财政空间。

b. 关税：行政主导属性很难改写

关税工具已经“常设化”；国会可以施压、修改部分条款，但难以消除总统单边加税的制度空间；关税水平会反复波动，持续给通胀、供应链带来不确定性，关税带来的财政收入会因为退款程序持续缩水。

c. 战争：国会拨款约束不等于自动结束冲突

即便国会削减战争相关拨款，白宫仍然存在多重制度手段延续军事行动。同时需要警惕地缘风险：伊朗方面不接受美方谈判条件，霍尔木兹海峡长期低通航，油价持续高位运行。

d. 美联储行为逻辑保持一致

两种情景下美联储基准姿态以按兵不动为主；通胀反弹则重启加息；降息仅发生在油价大幅回落+美伊冲突实质性平息条件下。

情景差异集中于四点：战争收尾速度、债务上限博弈烈度、税收再平衡力度、美联储降息到来的时间窗口。

4.4 时点一览

【核心判断】不同时间窗口政策主体不同：跛脚鸭会期（选举后-新国会就职前）为高风险窗口期；2027 年 1 月新一届国会履职后正式开启立法博弈；2027 年下半年债务上限是财政风险点。

下载日志已记录，仅供内部参考

a. 2026 年 11 月-2027 年 1 月：跛脚鸭会期（旧国会）

中期选举结束至新一届国会就职，旧国会仍然掌握权力。重点风险事件：追加对伊战争拨款、临时支出法案政府关门风险；即将卸任议员行为不确定性上升，存在政策突击调整的可能性。

b. 2027-01-03：新一届国会正式履职

参众两院委员会重组，各法案、决议正式进入新国会流程，预算协调程序使用条件由新的两院格局决定。

c. 2027 年下半年：债务上限关键时间窗口

财政部非常规措施逐步耗尽，X 日临近，债务上限谈判进入白热化阶段。

d. 2027-2028：完整国会周期

财政预算、产业政策、贸易立法、战争监督等议题进入常态化博弈。

4.5 对市场的含义与可证伪观察点

【核心判断】市场交易主线将围绕财政供给、战争-油价-通胀链条、制度博弈三条主线展开；不能简单套用历史“分裂政府市场更好”的统计规律，美伊地缘冲突是当前最大扰动变量。

4.5.1 大类资产逻辑

a. 利率（美债）

分裂政府情景：债务上限博弈带来长端利率阶段性上行扰动；高赤字供给压力长期存在。

民主党横扫两院情景：债务上限尾部风险下降；若推出温和加税，边际上缓解财政供给压力。

无论哪种情景，只要油价高位、通胀韧性较强，长端收益率中枢易上难下。

b. 权益市场

历史统计显示分裂政府往往政策出台少、不确定性下降，股市表现占优，但该统计规律的前提是没有大规模地缘能源冲击。当前美伊战争是强外生变量，会改写历史统计规律。

板块层面：税收、补贴变化直接影响清洁能源、国防、半导体；油价直接压制航空、交运，利好能源板块。

c. 油价、美元

油价由霍尔木兹海峡通航、冲突进展主导；美元受避险、财政赤字两大力量拉扯。

4.5.2 可证伪观察点

a. 选举与国会格局：预测市场席位概率、摇摆州开票结果；观察共和党 MAGA 派、财政保守派当选人数，判断党内撕裂程度。

b. 财政政策跟踪：预算协调程序是否可用；OBBBA 修正案投票动向；财政部债务上限非常规措施启动时间、X 日预估。

c. 贸易政策跟踪：限制总统关税权力的国会法案推进进度；IEEPA 关税退款落地进度；新的 301/232 公告。

下载日志已记录，仅供内部参考

d. 地缘-通胀链条：战争权力决议投票、战争专项拨款表决；布伦特油价阈值；霍尔木兹海峡实际通航数据。

e. 货币政策&资产价格信号：美联储点阵图变化；短期国库券债务上限风险溢价；VIX 波动。

使用规则：当多项跟踪指标同步向次要情景移动，则下调基准情景概率，切换分析框架。

风险提示：地缘风险、超预期通胀、国会内部不可预测的议员倒戈，均有可能偏离本报告推演路径。

5 附录 A 术语速查表

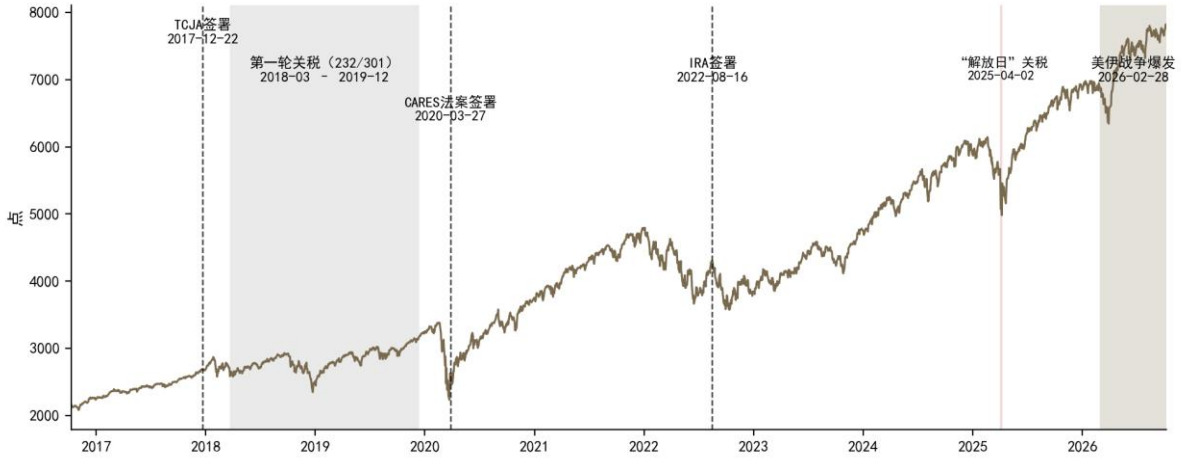
- **TCJA**: Tax Cuts and Jobs Act，减税与就业法案（2017）
- **OBBBA**: One Big Beautiful Bill Act，大而美法案（2025）
- **ARPA**: American Rescue Plan Act，美国救援计划法案（2021）
- **IIJA**: Infrastructure Investment and Jobs Act，基础设施投资与就业法案（2021）
- **IRA**: Inflation Reduction Act，通胀削减法案（2022）
- **FRA**: Fiscal Responsibility Act，财政责任法案（2023）
- **IEEPA**: International Emergency Economic Powers Act，国际紧急经济权力法
- **SALT**: State And Local Taxes，州与地方税(抵扣)
- **GENIUS Act**: Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act，稳定币立法（2025）

6 附录 B 资本市场走势图

本附录汇总第二部分涉及的资本市场走势图表。数据来自美联储 FRED 官方数据库，提取日期 2026 年 10 月 12 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

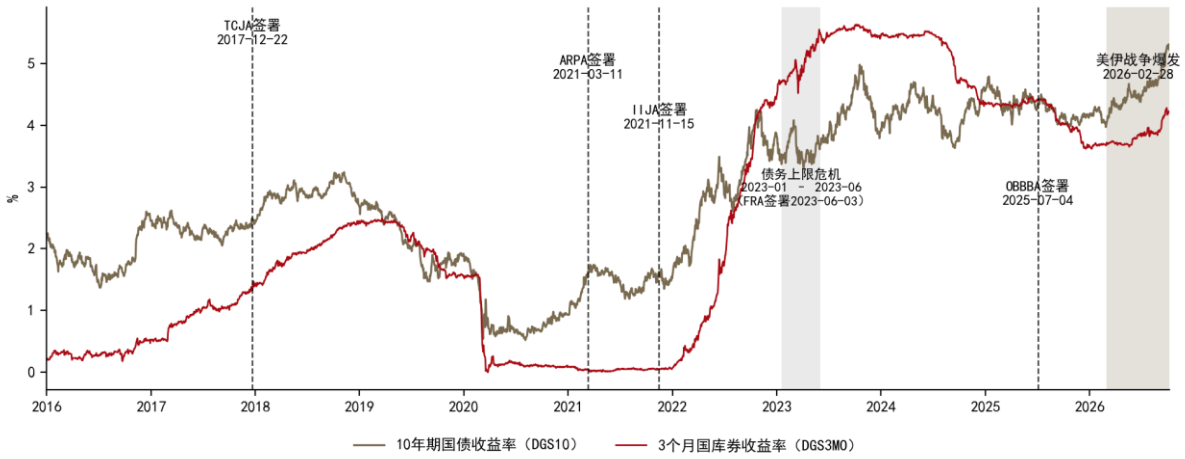
图表 6：标普 500 指数与重大政策事件（2016-2026）



资料来源：美联储 FRED 数据库（SP500；包括近 10 年数据，起点 2016 年 10 月 10 日，数据截至 2026 年 10 月 9 日，2026 年 10 月 12 日提取），方正证券研究所

2017 年行情主要在 TCJA 立法博弈阶段完成定价，而非法案签署落地；2018-2019 年关税升级推升市场波动率与风险溢价，2019 年权益修复的核心驱动来自美联储三次降息；2020 年 CARES 法案配合美联储零利率与无限 QE 带动权益市场快速修复；2025 年“解放日”关税公告后出现股债汇同步冲击，短暂暂停后市场暴力修复，4-7 月修复行情主要来自 AI 盈利与宏观韧性。

图表 7：美债收益率与重大政策事件（2016-2026）

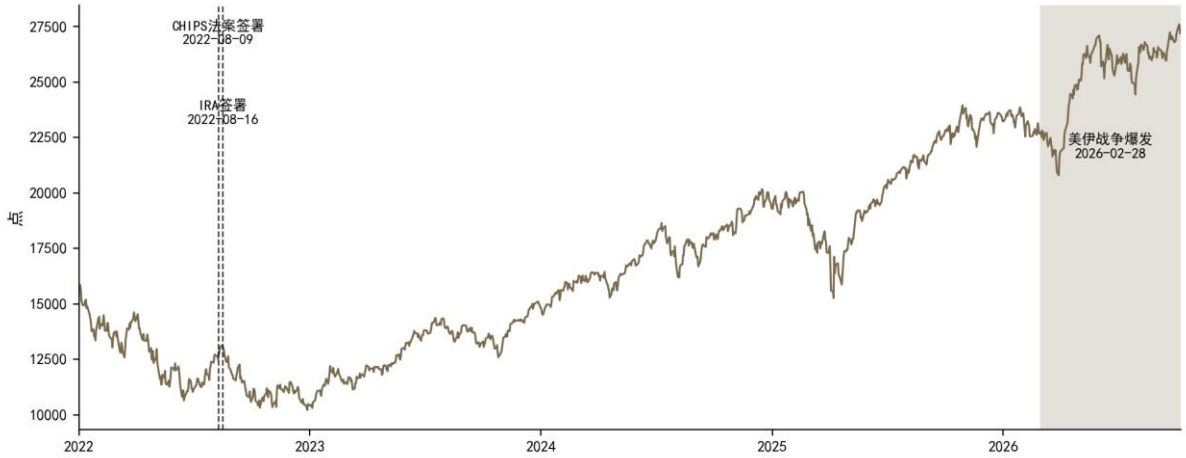


资料来源：美联储 FRED 数据库（DGS10、DGS3MO，数据截至 2026 年 10 月 8 日，2026 年 10 月 12 日提取），方正证券研究所

财政扩张预期叠加美联储收紧周期，推动 10 年期美债收益率自 2017 年 9 月 2.06%上行至 2018 年 10 月 3.23%；第一轮关税阶段避险资金流入美债，收益率自 2018 年 10 月 3.2%下行至 2019 年 8 月 1.5%；ARPA 落地开启“再通胀交易”，2021 年一季度收益率由 0.93%上行至 1.74%。2023 年临近“X 日”阶段 3 个月国库券出现明显违约风险溢价，FRA 落地后恐慌溢价消退。OBBBA 财政扩张属于慢变量，其影响在 2026 年伴随战争通胀逐步体现在收益率上；美伊战争推升通胀预期，10 年期收益率由战前约 4.0%上行最高至 5.3%以上，美债传统避险功能阶段性失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

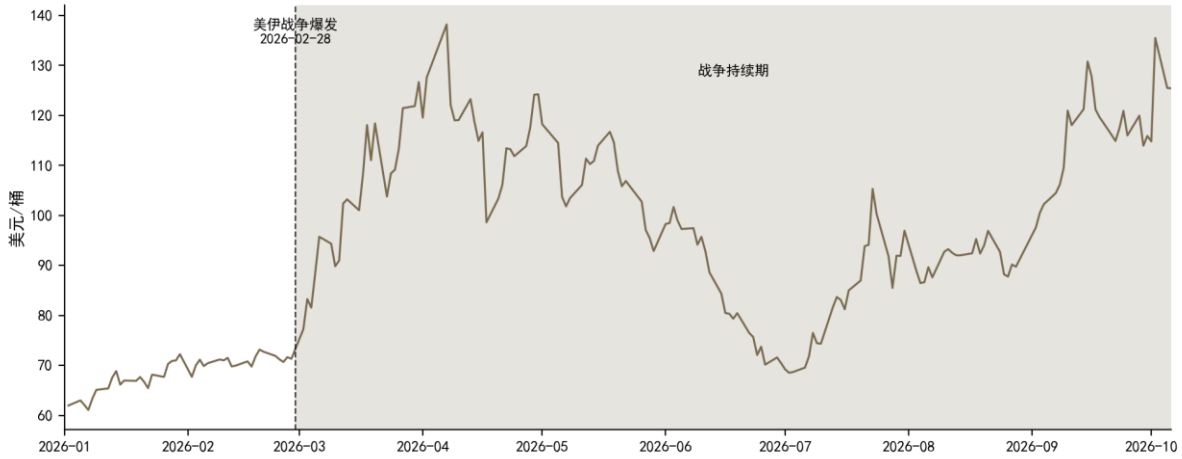
图表 8：纳斯达克综合指数与 CHIPS、IRA 法案（2022-2026）



资料来源：美联储 FRED 数据库（NASDAQCOM，数据截至 2026 年 10 月 9 日，2026 年 10 月 12 日提取），方正证券研究所

CHIPS 法案签署处于美联储激进加息周期，2022 年主导变量是利率上行与全球电子需求下行，纳斯达克签署当周不涨反跌；IRA 落地初期光伏、储能、氢能板块获得短期超额收益，但 2023-2024 年清洁能源板块显著跑输大盘，高利率对长久期重资产项目的融资成本冲击超过税收补贴带来的利好。

图表 9：布伦特原油现货价格与美伊战争（2026 年）



资料来源：美联储 FRED 数据库（DCOILBRENTEU，数据截至 2026 年 10 月 6 日，2026 年 10 月 12 日提取），方正证券研究所

布伦特原油由战前约 70 美元最高冲高至 130 美元以上；谈判阶段回落，冲突反复后再度站稳 100 美元上方，油价中枢实现系统性抬升。

7 附录 C 制度常识

国会：两院制与"60 票门槛"

美国国会由众议院（435 席，2 年一届）和参议院（100 席，6 年一届）组成。参议院存在"阻挠议事"规则（filibuster），终止辩论需 60 票。但预算协调程序可绕过此门槛。

下载日志已记录，仅供内部参考

预算协调程序：51 票的"快速通道"

1974 年《国会预算法》留了例外：涉及税收、支出和债务上限的法案，可走预算协调程序——参议院只需 51 票，且辩论时间受限、无法被阻挠。约束条件是每条条款对联邦预算有直接影响，且每年使用次数有限。2017 年 TCJA、2021 年 ARPA、2022 年 IRA、2025 年 OBBBA 均是这个程序的产物。

总统的行政权力：行政命令与关税授权

总统可依据 232 条款（国家安全）、301 条款（贸易协定违反）、IEEPA（国家紧急状态）等法律授权，通过行政令或公告方式调整关税，无需国会批准。2025 年特朗普即援引 IEEPA 发动"对等关税"。

债务上限与“X 日”

债务上限是国会设定的联邦政府可举债的最高额度。触及上限后，财政部可启用"非常规措施"维持偿付，直至"X 日"（资金耗尽日）。若不提高上限，美国将面临债务违约风险。

战争权力

1973 年《战争权力法》规定总统未经国会宣战用兵，须 48 小时内报告国会、60 天内获授权，否则须停战。2026 年美伊战争中，特朗普 3 月 2 日通知国会，60 天期限 5 月 1 日到期。

中期选举与“跛脚鸭”

美国中期选举后至新国会履职前（11 月至次年 1 月）为"跛脚鸭会期"，是政策博弈的重要悬念窗口。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com

