下载日志已记录，仅供内部参考

海外宏观深度报告

中期选举后，美国财政的变与不变

证券分析师

钟正生 投资咨询编号 S1060520090001 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn

杨见一 投资咨询编号 S1060526020001 YANGJIANYI730@pingan.com.cn

平安观点：

美国中期选举临近，市场预期共和党大概率失去众议院控制权，参议院控制权也存在不确定性，2027 年增量财政刺激落地或受限。美国财政刺激“脉冲”可能已过峰值，如何看待后续美国财政支出节奏和美国经济韧性叙事?

- **美国近三任总统均经历过中期选举后执政党失去众议院控制权，但财政支出走势各异。**奥巴马 2010 年中选失利后，前期经济刺激法案逐步退出，2011 年《预算控制法》设置支出上限和自动减支机制，推动财政收缩。特朗普 2018 年中选失利后，进一步推进减税永久化的“税改 2.0”但未能落地；2020 年新冠疫情促成两党共同支持大规模财政补贴，财政赤字反而扩张。拜登 2022 年中选失利后，新增刺激政策推进受阻，但税收收入回落、净利息及医保社保支出增长，使赤字率仍整体抬升。**经验表明，美国财政整体方向更多取决于当时经济形势，以及既有的政策支出计划。**

- **就选举结果的不同情境而言，预计中选失利主要限制具有党派倾向的增量政策。**若共和党失去众议院，国防扩张及部分小规模减税政策可能受阻，但进一步削减民主党支持的医保、食品补助等福利支出的空间也将收窄。**若失去参议院，更直接的影响可能是政府治理难度增加**：预算协商时间延长、对临时拨款依赖加深，影响政府部门长期项目安排，并可能增加政府停摆风险。

- **即使不考虑中选结果，2027 年美国财政对经济增长的边际拉动也可能减弱，但财政赤字压力仍然高企。**一方面，当前特朗普政府并未规划新一轮大规模减税，亦不存在选举后“大规模支出计划受限”的预期。另一方面，2026 年《大美丽法案》减税支持集中释放后，2027 年对美国经济的拉动或将转负。然而，增长贡献下降并不意味着财政支持下降；法案带来的年度新增初级赤字反而预计在 2027 年达到 6020 亿美元的峰值。**换言之，财政刺激边际退坡，但美国赤字与债务供给压力难解。**

- **对美国经济而言，财政退坡不意味着经济走弱；消费和 AI 投资两大支撑的重要性更强。**消费方面，今年低收入家庭收入与消费增速追赶高收入家庭，“K 型分化”收敛，是居民消费加速的核心支撑。这背后，既有减税的财政支撑，也有就业市场流动性改善与内需升温的正循环。AI 方面，资本投入对 GDP 增长的贡献已不逊于消费。在 2027 年 AI 投入预期仍强、企业承诺扩产的情况下，有望持续通过上下游产业链和财富效应支撑经济。**另一方面，财政退坡缓和通胀的作用可能有限。**能源供给冲击、AI 需求扩张，乃至住房租金的滞后回落，与财政刺激的直接关联都较弱。与财政相关的传统商品和服务分项，价格虽有升温，但整体仍然温和。展望 2027 年，关注就业市场和 AI 投资对美国经济的影响，同时提示通胀粘性超预期的风险。

风险提示：地缘局势缓和不及预期；美国经济超预期走弱；美国通胀超预期上行；AI 科技投资超预期放缓；美国流动性风险超预期；市场不确定性超预期等

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 中期选举“失利”对财政政策的潜在影响.....5
1. 增量刺激性政策落地或受限.....5
2. 美国政治治理风险或抬升.....8
3. 中期选举后的财政情景演绎.....10
二、 《大美丽法案》的财政刺激“脉冲”.....11
1. 2027 年《大美丽法案》财政支撑预计转弱.....11
2. 美国财政赤字压力难解.....11
三、 美国经济韧性的背后：不只是财政支撑.....15
1. 经济韧性：财政支撑和 AI 时代的共振.....15
2. 通胀粘性：能源供给和 AI 需求通胀.....19
四、 总结.....20
风险提示：.....21

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 民调预期民主党取得众议院的概率为 94%.....5
图表 2 民调预期民主党取得参议院的概率为 53%.....5
图表 3 美国历任总统任内财政赤字和政府债务率变化.....6
图表 4 2008 年后美国财政赤字周期性抬升.....6
图表 5 2011 年出台的 BCA 整体削减了自主性支出.....6
图表 6 特朗普第一任期及拜登任内，“分裂国会”并未明显抑制财政支出.....7
图表 7 特朗普第一任期及拜登任期后半程，政策立法整体推高美国财政赤字预期.....7
图表 8 哈钦斯中心财政影响指数（FIM）显示当前美国财政支撑已温和退坡.....8
图表 9 美国政府停摆历史时长.....9
图表 10 2025 年美国政府停摆造成的经济损失预测.....9
图表 11 近年来美国政府预算拨款案往往无法及时生效，尤其是分裂国会期间.....9
图表 12 分裂国会下，及时生效的拨款案比例下降，临时预算持续决议的份数增加.....9
图表 13 预计《大美丽法案》对美国实际 GDP 增速的拉动将于 2027 年转负.....11
图表 14 预计《大美丽法案》的通胀作用在 2027 年见顶，并在更长期永久提高 CPI 通胀指数*.....11
图表 15 《大美丽法案》对美国财政赤字的影响.....12
图表 16 《大美丽法案》预计降低个人和企业税率.....12
图表 17 美国财政支出构成.....13
图表 18 美国财政支出持续扩张.....13
图表 19 近年来美国财政强制性支出大幅增长.....13
图表 20 社保和医保是强制性支出增加的主要因素.....13
图表 21 2025 年净利息支出是 2010 年的近 5 倍.....14
图表 22 2026 年美国国债利息支出持续加速.....14
图表 23 各项收入对美国政府财政收入的贡献.....14
图表 24 2026 年美国政府关税收入进展大幅回落.....14
图表 25 2026 年美国个人所得税收入不及过去两年.....15
图表 26 2026 年美国企业税收入略高于 2025 年.....15
图表 27 美国零售同比增速持续上升.....16
图表 28 综合零售和加油站是零售增长的主要驱动.....16
图表 29 2026 年美国低收入家庭消费增速迅速追赶.....16
图表 30 2026 年美国低收入家庭收入增速同步走强.....16
图表 31 个人所得税税率较 2025 年旧法略有下调.....17
图表 32 企业所得税税率较 2025 年旧法显著下调.....17
图表 33 2026 年美国服务业就业有所改善.....17
图表 34 2026 年跳槽者薪资增速大幅提升.....17
图表 35 美国知识产权和设备投资同比贡献达到 1%.....18
图表 36 美股七巨头持续上修全年资本开支预期.....18



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37 AI 投资带动数据中心和电力等建筑建设 18
图表 38 股市上涨是美国家庭资产增长的主要贡献项 18
图表 39 美国 CPI 同比分项贡献拆分 19
图表 40 国际油价及美国汽油零售价持续高企 19
图表 41 AI 相关的电脑软件及配件价格快速上行 20
图表 42 美国住房租金 CPI 滞后反映市场租金价格 20
图表 43 美国 GDP 增长阶段性高点前置 20
图表 44 美国 CPI 回落比预期更慢 20

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

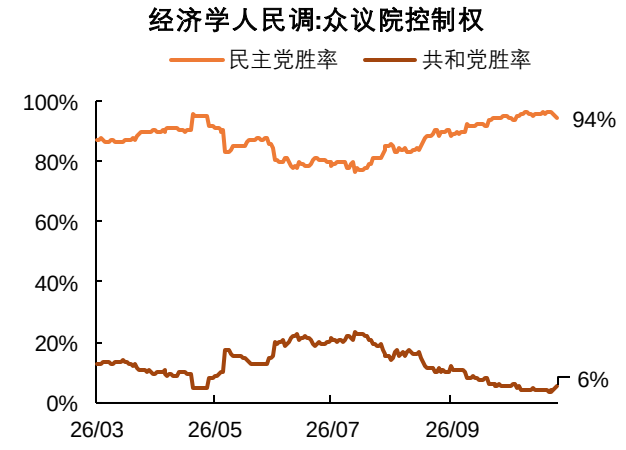
美国中期选举临近，共和党失去众议院已成为共识，参议院得失尚有争议。在赤字和利息负担持续承压的背景下，中选后的两党博弈能否推动财政整顿、又将如何影响美国经济与美债供给，成为值得关注的问题。本文主要梳理当前美国财政政策和经济现状，并对中期选举后的财政政策进行展望。我们认为：1）特朗普政府若再次面临“分裂国会”，2027 年后增量财政政策落地的可能性降低。但强制性支出及已生效政策大概率延续，财政支出主体仍在。**2）抛开选举结果，美国财政“脉冲”或已过峰值。**2026 年是《大美丽法案》（OBBBA）财政支持集中释放的一年，预计 2027 年《大美丽法案》对美国经济的拉动边际减弱；机构预测均指向财政刺激力度逐步退坡。**3）但需谨慎看待财政“退坡”对于改善政府赤字或减轻通胀压力的作用。预计美国经济仍受到 AI 需求和消费韧性的支撑。财政赤字方面，**预计 2027 财年美国财政支出规模不减，国防支出预期抬升，净利息支出压力仍存，预算削减可能受阻。**通胀方面，**当前美国通胀两大助推——能源供给冲击和 AI 需求冲击，与财政刺激力度的关联不强，从而财政支出放缓对通胀下行的作用预计有限。**经济方面，**2026 年美国经济“K 型分化”已随着就业流动性和居民收入改善而逐步收敛，低收入人群收入增速改善，支撑消费。同时，AI 仍是美国经济主要动能，“K 型”的“向上一撇”仍是决定下阶段经济增长的关键。

一、 中期选举“失利”对财政政策的潜在影响

美国将于 2026 年 11 月 3 日举行中期选举，改选众议院全部 435 个席位及参议院 100 个席位中的 35 个席位。中期选举将决定未来两年国会两院的党派控制权；新一届国会任期将于 2027 年 1 月正式开始。

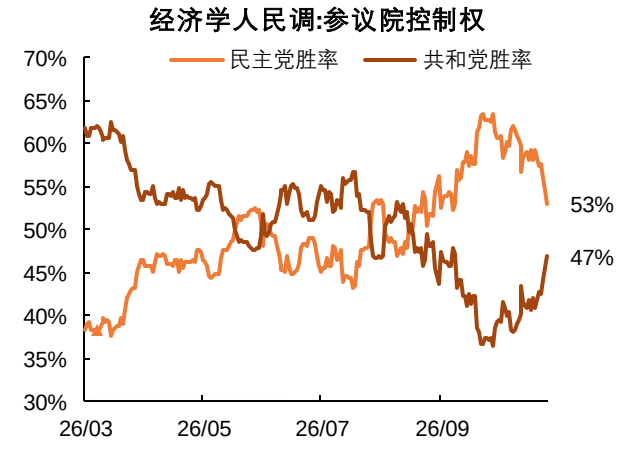
目前，市场预期共和党在 2026 年 11 月的中期选举中失去众议院控制权，参议院多数地位也面临挑战。10 月 19 日公布的路透社和益普索联合民调显示，登记选民对民主党和共和党的国会选举的支持率分别为 47%和 35%，民主党大幅领先 12 个百分点。截至 10 月 28 日，《经济学人》模型预计民主党夺回众议院的概率达 94%，预计席位为 236 席对 199 席；民主党夺回参议院的概率为 53%，仍存在较大不确定性，预计席位为 51 席对 49 席。**2027 年国会换届后，特朗普政府的财政议程或受到分裂政府的约束。**

图表1　民调预期民主党取得众议院的概率为 94%



资料来源：Economist,平安证券研究所；截至 10 月 28 日

图表2　民调预期民主党取得参议院的概率为 53%



资料来源：Economist, 平安证券研究所；截至 10 月 28 日

1. 增量刺激性政策落地或受限

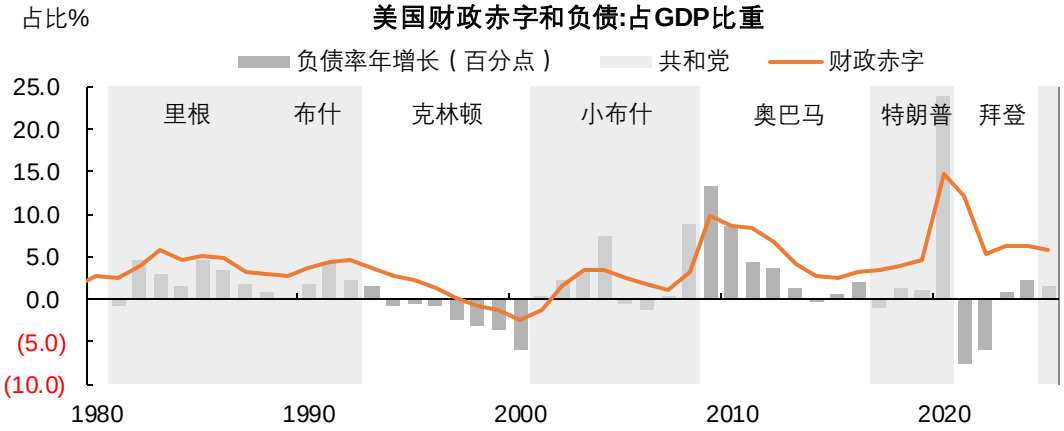
参考历史经验，执政党失去众议院控制权后，单党刺激性政策将更难落地。但是，中期选举失利并不一定指向“紧财政”，美国政府支出节奏更多取决于当时的经济形势与前期既有政策。近年历史上，奥巴马第一任期（2010 年）、特朗普第一任期（2018 年）和拜登任内（2022 年）均出现过中期选举后执政党失去众议院、但保留参议院控制权的情形，但这三届“分裂国会”对美国财政赤字和刺激性政策的影响各异。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

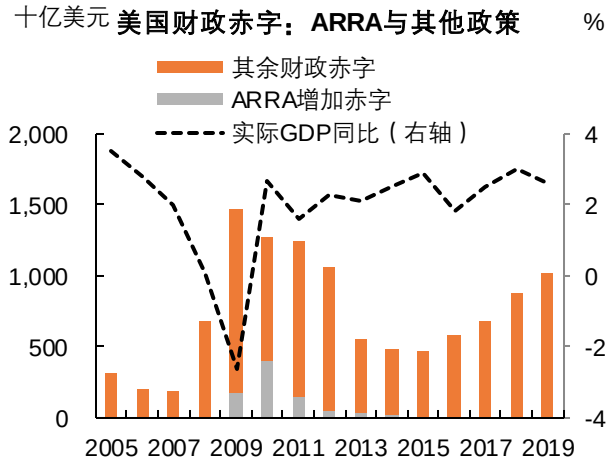
2010 年，奥巴马第一任期中选失利后，政府财政支出显著放缓，但这主要是财政宽松周期收敛和财政纪律加强的结果。2011 年至 2013 年，美国联邦赤字占 GDP 的比重由 8.4%降至 4.1%。一方面，2008 年次贷危机后，2009 年出台的《美国复苏与再投资法案》（ARRA）对经济的拉动已于 2010 年上半年见顶。另一方面，奥巴马政府本身也主张削减赤字。奥巴马在上任之初就公开承诺将“上任时继承的赤字削减一半”（2009 年，财政责任峰会），并在 2010 年提出，从 2011 年起冻结部分自主性支出三年。最终，在 2011 年，奥巴马与国会达成了《预算控制法》（Budget Control Act, BCA），设置自主性支出上限及自动减支机制。所谓自动减支，是指自 2011 年 8 月法案生效起，如果政府未能在 2012 年 1 月之前通过合计至少 1.2 万亿美元的赤字削减法案的立法，则按不足部分触发支出削减。2011 年 9 月，CBO 估算支出上限与自动减支机制预计将在 2012~2021 财年合计节约预算约 2.1 万亿美元，其中支出上限贡献约 0.9 万亿美元，自动减支贡献约 1.2 万亿美元，与法案目标基本一致。此后，国会通过多轮《两党预算法案》（Bipartisan Budget Act, BBA），在两党预算谈判中逐步提高支出上限，削弱了 BCA 原定的减赤力度；但截至 2019 年，自主性支出的基本预算授权上限仍低于 BCA 出台前的基线路径。

图表3　美国历任总统任内财政赤字和政府债务率变化



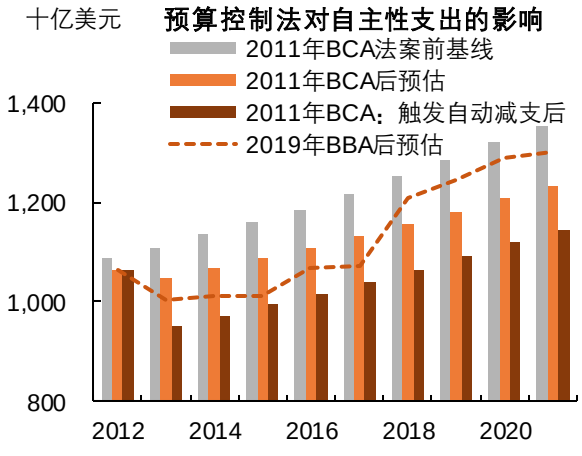
资料来源：Wind, 美国白宫，平安证券研究所

图表4　2008 年后美国财政赤字周期性抬升



资料来源：Wind, CBO, 平安证券研究所

图表5　2011 年出台的 BCA 整体削减了自主性支出



资料来源：CRS,CBO, 平安证券研究所；注：均为对应年份预估值

拜登和特朗普第一任期的经验则表明，中期选举后的“分裂政府”主要影响具有党派倾向的刺激性政策。特朗普第一任期内，共和党在 2017 年推动《减税与就业法案》（TCJA）落地，削减了居民和企业所得税率。之后，共和党继续推动“税改 2.0”（Tax Reform 2.0），希望将部分减税条款永久化。2018 年 9 月，“税改 2.0”相关议案已经通过了众议院投票，但未能在

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

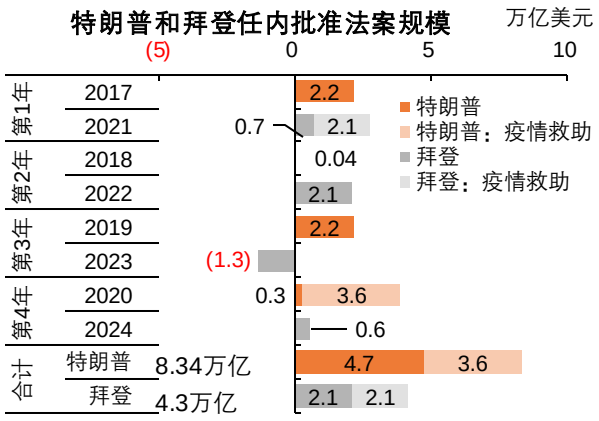
下载日志已记录，仅供内部参考

2018 年中期选举前完成参议院立法。共和党在 2018 年 11 月的中期选举后失去众议院控制，使得这一法案最终宣告失败。**直到 2025 年特朗普再次出任美国总统，共和党“横扫”两院，个人所得税税率的永久化才最终随着《大美丽法案》落地而实现。**但是，特朗普第一任期后半程，美国财政赤字占 GDP 比重由 2018 年的 3.8%快速扩大至 2020 年的 14.7%。原因在于，2020 年全球新冠疫情的暴发促成两党“握手言和”，美国参议院在 2020 年 3 月全票通过了总规模达到 2.2 万亿美元的《新冠援助、救济和经济安全法案》（CARES Act），向美国居民、企业及地方政府等提供了大规模紧急援助。

2022 年拜登任内，共和党以微弱多数控制众议院后，拜登政府难以再复制类似《美国救援计划》（American Rescue Plan）的单党刺激。继特朗普第一任期落地的 CARES Act 之后，拜登政府通过 2021 年的《美国救援计划》再次实施了大规模转移支付。补贴政策包括，向符合条件的居民发放最高每人 1400 美元补助、扩大儿童税收抵免，以及向州和地方等政府提供 3500 亿美元援助等。CBO 当时估计，该法案将在 2021~2031 财年累计增加赤字约 1.9 万亿美元。2022 年，民主党在中期选举中丢失众议院后，国会继续尝试扩大居民税收优惠。例如，2024 年一项包含儿童税收抵免扩容、企业税收减免的税收法案通过了众议院，但在参议院阶段受阻，未能落地。

与此同时，2023 年国会债务上限谈判形成的《财政责任法》（Fiscal Responsibility Act），将债务上限暂停适用至 2025 年 1 月 1 日，并对 2024~2025 财年自主性支出设置了法定上限，压低了整体支出规模，净削减 1.5 万亿美元赤字。**但是，在拜登任内后半程，美国财政赤字并未回落，反而由 2022 年的 5.38%小幅扩大至 2024 年 6.33%。**原因在于：一方面，2023 年个人所得税收入明显下降，部分税款又因自然灾害获准延后缴纳，使得财政收入增速快速下滑。另一方面，净利息支出随着美联储 2022 年开启加息而快速上升，而包含医保、社保的强制性支出随着领取人数及人均支出增加而继续增长，抵消了支出削减政策的效果。

图表6　特朗普第一任期及拜登任内，“分裂国会”并未明显抑制财政支出



资料来源：CRFB,平安证券研究所

图表7　特朗普第一任期及拜登任期后半程，政策立法整体推高美国财政赤字预期



资料来源：CRFB, 平安证券研究所

Hutchins 财政影响指标（FIM）更直观地衡量了财政对经济增长的影响。该指标将政府支出、税收和补贴直接换算成对实际 GDP 增速的影响，从而反映财政的扩张与收缩。**奥巴马第一任期内，**财政由支持增长转为拖累增长，四季度移动平均 FIM 由 2010 年四季度的 0.86 个百分点降至 2011 年四季度的-1.48 个百分点之后，财政拖累持续数年。**特朗普第一任期后半程**财政贡献力度明显扩张，FIM 由 2018 年四季度的 0.09 个百分点升至 2020 年四季度的 2.91 个百分点。**拜登任内，**财政先明显拖累增长，随后逐步回暖：FIM 在 2022 年四季度降至-2.98 个百分点，2024 年四季度转为正向贡献 0.38 个百分点。**更重要的是，FIM 数据显示，美国财政对经济的拉动往往在衰退后明显增强，指向财政节奏更多取决于逆周期调控的需要，中期选举对其整体方向的影响相对有限。**

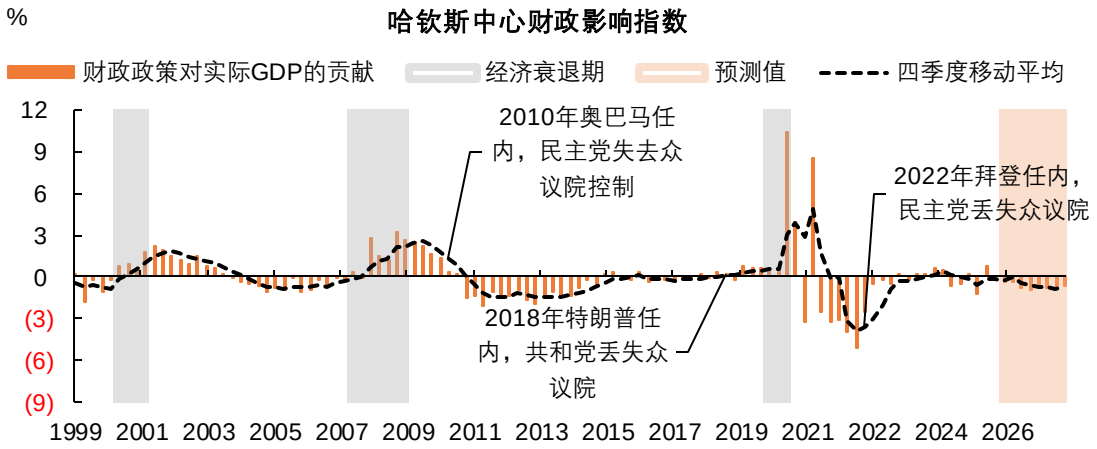
就 FIM 预测值来看，2026 年至 2028 年美国财政整体呈现温和收缩态势。截至 9 月 30 日，Brookings 估算显示，2026 年二季度美国联邦和地方政府采购分别拖累 GDP 增速 0.3 和 0.1 个百分点；减税、转移支付及其他因素合计拉动约 0.3 个百

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分点，财政整体仍小幅拖累增长。《大美丽法案》的减税措施难以完全抵消政府支出的拖累，2025 年关税政策加码对经济仍然形成负面影响。**展望 2027 年，随着《芯片与科学法案》（CHIPS 法案）和《通胀削减法案》（IRA）带动的设备购买转弱，政府投资对增长的贡献或进一步转负，FIM 指数可能持续走低，而这一预测独立于共和党在中期选举中的表现。**

图表8　哈钦斯中心财政影响指数（FIM）显示当前美国财政支撑已温和退坡



资料来源：Brookings,平安证券研究所

2. 美国政治治理风险或抬升

除了财政政策外，中期选举结果更直接的影响可能在于政治治理风险。目前，综合各家民调的 RCP 平台显示，随着选举临近，市场对共和党“守住”参议院控制权的信心不断下降。截至 10 月 25 日，选民预期共和党在中期选举中失去 5 个参议院席位，由 53 席下降至 48 席，失去参议院控制权。

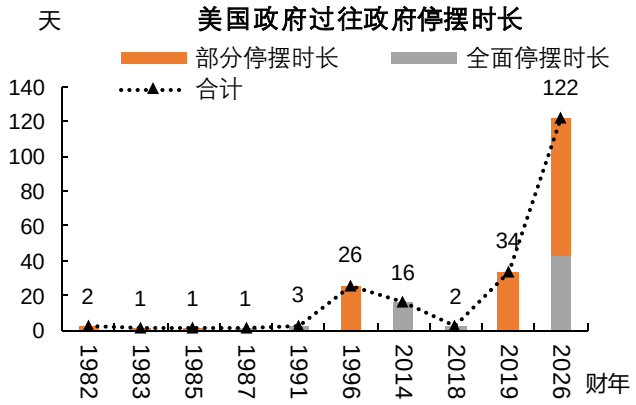
若共和党此次失去部分参议院席位，乃至失去参议院控制权，美国政府年度预算案审议的“否决点”将增加，财政僵持乃至政府停摆风险也将相对升高。1977 年以来，美国共有 10 个财年发生了全面或部分政府停摆，其中 8 次都发生在分裂政府背景下。除去 2026 财年、近年美国政府历史上时间最长的政府停摆后，1977 至 2025 财年政府全面停摆总计 22 天，20 天发生在分裂政府期间；部分停摆 64 天，全部发生在分裂政府期间。

原因是，美国政府的年度拨款法案需要经过众议院、参议院“简单多数”表决通过，最终让总统签署生效。尤其是，两党分歧较大时，参议院少数党往往会利用“阻挠议事”程序拖延或阻止表决，此时至少有 60 个参议员同意才能结束辩论、通过预算案。若年度预算和短期拨款法案（即继续决议，CR）均未能通过，旧拨款到期后相关政府部门需要停止一切不必要自主性支出。**政府停摆将会造成经济损失。**2025 年 10 月，特朗普政府已经因参议院未通过年度拨款法案而停摆长达 43 天。据 CBO 估算，这次政府停摆累计造成约 70 亿～140 亿美元无法补回的永久经济损失，2025 年四季度美国经济增长也同步大幅放缓。2026 年 2 月，美国国土安全部因 ICE 和边境巡逻队执法致人死亡的争议而部分停摆，直至 2026 年 4 月 30 日结束，共计持续 76 天。虽然部分停摆没有造成大范围经济损失，但海关工作人员流失同样对机场运营造成了影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

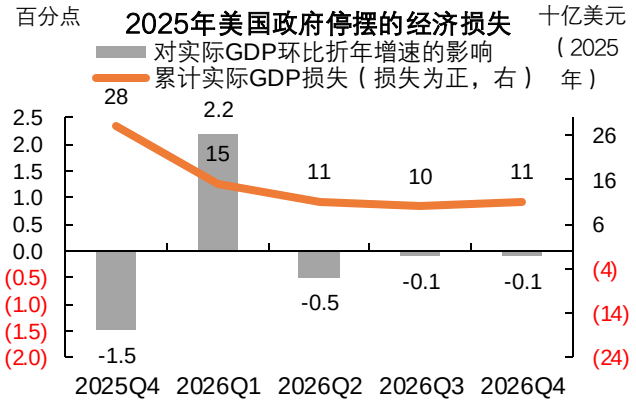
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9　美国政府停摆历史时长



资料来源：美国众议院,平安证券研究所

图表10　2025 年美国政府停摆造成的经济损失预测

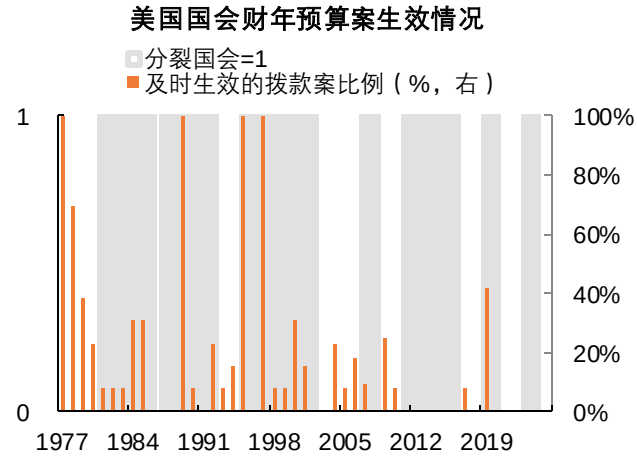


资料来源：CBO, 平安证券研究所

退一步讲，分裂政府不一定造成政府停摆，但可能通过财政决策时滞和临时拨款的资金脆弱性拖累财政节奏。

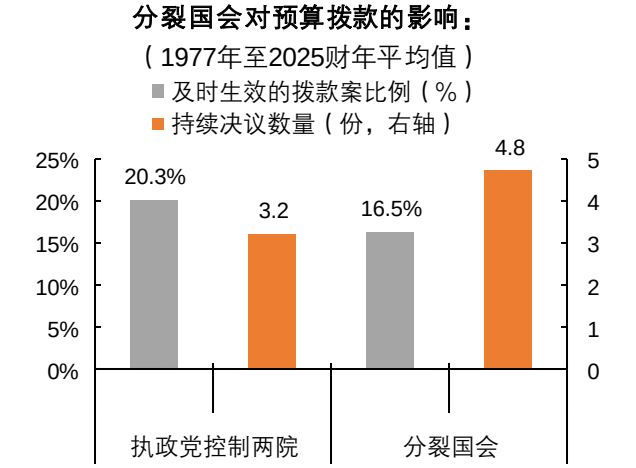
中选失利、反对党阻挠加剧，不一定造成政府停摆。只要两党就临时拨款安排达成一致，国会仍可以通过持续决议（Continuing Resolution，CR）暂时维持政府运转。2026 年 10 月，美国进入新财年，实际正在依赖临时拨款运转。截至 2026 年 9 月，美国国会未完成 2027 财年正式拨款立法，而是通过了 2026 年 12 月 11 日到期的临时拨款决议。中期选举后，预计美国国会将在 12 月 CR 到期前完成 2027 财年正式拨款决议，或延长临时拨款期限。虽然临时拨款不影响政府的基本运转，但可能限制部分政府机构的招聘进展和长期项目。如美国政府问责局（GAO）2022 年的研究指出，临时拨款可能导致招聘放缓，甚至暂停，并且后续资金面临不确定性，影响项目规划。

图表11　近年来美国政府预算拨款案往往无法及时生效，尤其是分裂国会期间



资料来源：CRS,平安证券研究所

图表12　分裂国会下，及时生效的拨款案比例下降，临时预算持续决议的份数增加



资料来源：CRS, 平安证券研究所

更重要的是，“分裂政府”可能延长预算立法的协商时间以及对临时资金的依赖。Kirkland & Philips（2017）的研究指出，基于 1968 至 2010 年美国各州预算数据测算，分裂政府会提高预算无法“及时”通过的概率[1]（即在每年 10 月 1 日前通过

[1] Kirkland & Phillips (2017),《分裂政府是否导致立法延迟?》

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

下一财年拨款法案），反映了财政决策过程放缓、政府部门运转的不确定性增加。将美国国会研究处（CRS）统计的历史拨款法案情况，与各财年的国会党派控制权格局结合来看，1977 至 2025 财年期间，在“分裂政府”背景下，预算案“及时”通过的比例更低、政府依赖临时资金（CR）的频次更高。一般情况下，美国政府每年需要通过约 12 项拨款法案（2007 年之前为 11 项或 13 项），完成全年预算拨款。在“统一国会”（执政党同时控制两院）的年份，有约 20.3%的拨款法案能够在财年开始前生效；而在分裂国会期间，这一比例约为 16.5%，相当于每年仅有不到 2 项预算案得以按时通过。统一政府和分裂政府格局下，每个财年通过的持续决议（CR）数量则分别约为 3.2 份和 4.8 份，指向分裂国会背景下政府对临时资金依赖度增加。

因此，我们提示，若中期选举后形成“分裂政府”，财政治理风险和决策时滞或将抬升。2027 年新一届国会上任后，2028、2029 财年拨款将面临更多政治摩擦，拨款法案将更大程度成为反对党的政策交换工具。**在美债收益率大幅抬升、市场对美国政府债务的担忧加深的背景下，治理风险可能进一步加剧财政压力。**

3. 中期选举后的财政情景演绎

总结近期历史上执政党中选失利的影响，有两方面特征。一是，单党政策推进受阻，但财政支出和赤字不一定转弱。财政整体刺激力度，更多取决于执政党对于财政纪律的倾向，以及逆周期调控的需要。二是，中期选举后“分裂国会”带来的政治治理风险可能形成隐形拖累。在美国国债收益率高企的背景下，第二个问题可能更关键。

结合上述经验，我们认为，若 2026 年中期选举共和党失去众议院控制权，政策面的影响可能包括：

1) **大规模减税政策难以落地，但这类法案不在基准预期之内。**参考《大美丽法案》的落地过程，2025 年 5 月众议院以 215 票对 214 票艰难通过初始版本，7 月共和党参议员苏珊·柯林斯、兰德·保罗和汤姆·蒂利斯均投下反对票，最终以副总统万斯的一票打破参议院 50 对 50 的平票，艰难通过。如果 2026 年中期选举中，共和党失去众议院，类似规模的减税法案将很难通过立法。**但是，目前共和党并未规划类似《大美丽法案》或 2018 年“税改 2.0”的大规模减税政策。**2025 年的《大美丽法案》完成大部分减税政策永久化之后，共和党暂未提出新的减税方案。今年美国税收政策主要围绕落实《大美丽法案》展开，并推动了几项规模较小的税务规则修正法案的审议，例如税务管理范畴的《纳税人援助和服务法案》[2]、数字资产税收规则方面的《数字资产税收确定性法案》[3]等。7 月通过众议院的 2027 年预算决议，也不包括任何新增税收相关的条款。**因此，中期选举的结果可能使得部分小规模减税或其他刺激性法案落地受阻，但对财政支出整体的节奏影响有限。**

2) **国防支出可能面临阻力，但共和党削减医保和食品补助的空间也可能收窄。**截至 7 月 16 日，特朗普政府提出的 2027 年预算重点在于调整自主性支出，扩大国防开支和削减非国防开支。据 CBO 测算，具体包括：1）2027 年国防拨款较 2026 年增加 5990 亿美元，达到 1.5 万亿美元。其中 1.15 万亿美元自主性国防拨款计划已面临政治阻力，2026 年 7 月民主党参议员反对同等规模的《国防授权法案》，未能通过程序性投票。2）2027 年非国防拨款预计减少 1360 亿美元，主要削减涉及教育、科研、公共卫生及环保等领域的支出。整体来看，CBO 预估 2027 年至 2036 年美国自主性支出比当前基准减少约 1300 亿美元，但强制性支出比当前基准增加 3510 亿美元，政府支出进一步上调，“财政整顿”力度有限。**如果中期选举失去众议院，国防支出增加 66%的预算可能更难通过。**

   但同样地，共和党削减医保和食品补贴的主张也可能更难推进。2025 年《大美丽法案》削减了医疗补助计划（Medicaid）和补充营养援助计划（SNAP）的资金，预计十年累计削减赤字 9110 亿美元和 1870 亿美元。2025 年政府停摆期间，民主党曾将“撤销部分削减、延长原本在 2025 年 12 月末到期的《平价医疗法案》增强条款（ACA，奥巴马任内推出，拜登任内立法增强）”作为支持政府拨款的条件，但共和党最终没有接受，只是另行安排表决。最终，12 月 11 日的增强条款表决未能通过，相关补贴已于 2025 年 12 月末失效。今年，共和党议员曾进一步提出包括削减妇幼食品补助、老年人食品援助、低收入家庭能源补助、医疗部门资金等相关提案。**若共和党失去众议院，其推动福利削减的难度也**

[2] 主要包括纳税申报表数字化服务升级，保护纳税人权益。
[3] 主要包括简化数字资产小额交易的税务处理，明确相关收益征税规则，完善反避税规则。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

将增加。一种可能性是，共和党用恢复医保和食品补助方面的让步，换取民主党支持更多的国防支出，例如同意恢复部分 ACA 税收抵免、推迟部分福利削减措施等。在这种情况下，分裂政府反而可能减弱财政赤字削减力度。

3) **数据中心建设和 AI 争议。**今年以来，有关大型数据中心建设的争议明显增加。特朗普政府和共和党议员更积极支持 AI 经济，民主党则更强调"有序发展"，主张配套监管保障、环境保护和社区协商等措施。两党在数据中心等大型用电客户应当承担电网建设费用方面则有所共识，但对政策力度仍有分歧；民主党议员要求加强数据中心扩张监管和费用承担机制。若共和党失去众议院，后续美国数据中心建设可能面临更多附加条件，部分项目面临推迟，对 AI 投资形成一定拖累；但具体影响仍然待考。

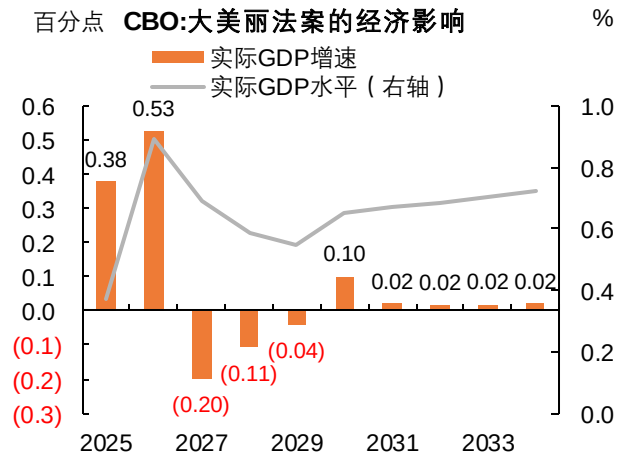
4) **治理风险层面。**如前文所述，中选失利不一定触发"政府停摆"，但可能增加法案审议难度和财政资金安排的不确定性。执政党失去众议院或参议院控制权，本质上削弱了单党财政决策的动力，增加政治摩擦。由此可能带来的问题包括：1）债务上限谈判陷入僵局或政府停摆，严重时造成难以弥补的经济损失；2）法案审议拖延，财政资金落地放缓，间接削弱财政支持力度；3）更多依赖持续决议等临时拨款维持政府运转。我们认为，后两种情形的可能性相对更大。

二、《大美丽法案》的财政刺激"脉冲"

1. 2027 年《大美丽法案》财政支撑预计转弱

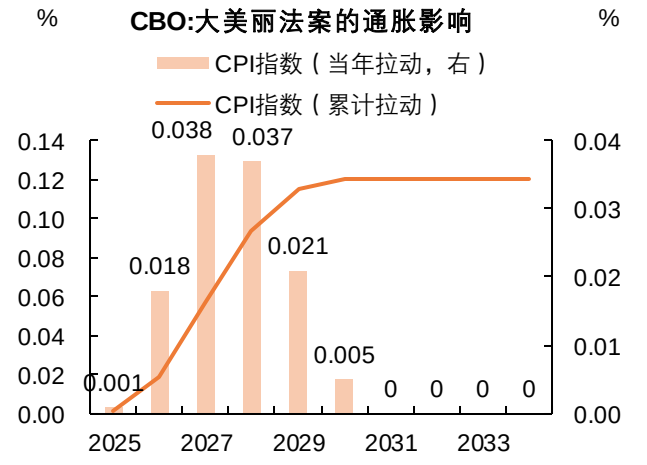
在 2027 年增量财政刺激政策减少的基准假设下，美国 2027 年的财政政策力度仍主要取决于《大美丽法案》的后续释放。以《大美丽法案》为主的特朗普政府财政政策，对美国经济的拉动或在 2026 年见顶，对通胀的拉动在 2027 年滞后体现。据 2026 年 2 月 CBO 测算，《大美丽法案》对 2026 年实际 GDP 增速的边际拉动则预计达到 0.53 个百分点。到 2027 年，法案对经济增速的拉动将转负至-0.2 个百分点，并在特朗普任期余下时间内保持负值（但减税对实际 GDP 水平的拉动为正，只是幅度逐步收窄）。原因是，一方面，一次性税率下调对增长的拉动作用边际放缓，另一方面，动态视角下，法案的刺激效应限制了美联储更快降息，并可能造成私人信贷挤出，削弱其支撑作用。**因此，相较 2026 年的政策刺激"脉冲"，2027 年财政对经济的拉动预计逐步减弱。**此外，法案降低失业率的作用也将由 2026 年的 0.44 个百分点降至 0.24 个百分点，对就业市场的支撑减弱。对于通胀，法案的推升作用较小，2027 年法案对 CPI 指数的额外拉动预计达到 0.038%的阶段性高点，并且在 2025 至 2034 年逐步累计拉动 CPI 指数约 0.12%。

图表13　预计《大美丽法案》对美国实际 GDP 增速的拉动将于 2027 年转负



资料来源：CBO,平安证券研究所

图表14　预计《大美丽法案》的通胀作用在 2027 年见顶，并在更长期永久提高 CPI 通胀指数*



*资料来源：CBO，平安证券研究所；*注：预测值至 2034 年*

2. 美国财政赤字压力难解

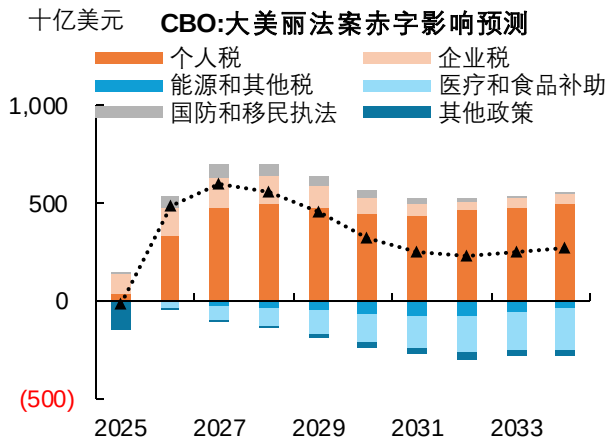
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

从既有减税法案角度来看，美国财政对经济的支撑预计逐步转弱。那么，这是否意味着 2027 年美国国债供给增加、利率上行的压力有望减轻?

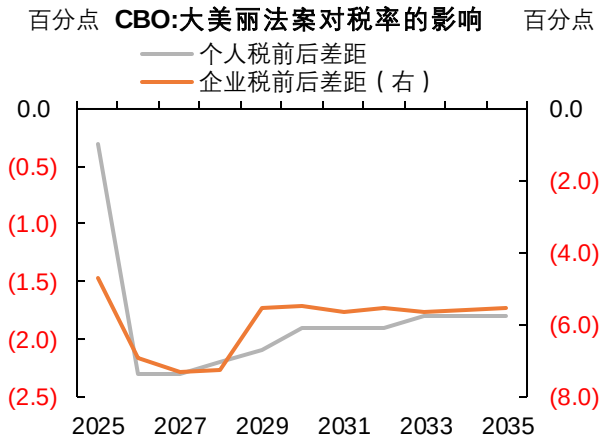
从赤字和税率影响来看，该法案在未来十年内的净增赤规模和减税幅度仍然可观。据 CBO 测算，法案带来的年度新增赤字在 2027 年达到 6020 亿美元的峰值，此后总体回落，但到 2034 年仍达 2680 亿美元。原因是，个人减税永久化的支持长期存在，企业减税也形成持续支撑，到 2034 年，劳动收入和企业资本收入的有效边际税率仍较基准低 1.8 和 5.6 个百分点，对应当年增赤幅度（相当于政府减少收入、居民增加收入）达到 4990 亿美元和 440 亿美元，合计占 2034 年预期名义 GDP 的 1.25%。

图表15 《大美丽法案》对美国财政赤字的影响



资料来源：CBO,平安证券研究所

图表16 《大美丽法案》预计降低个人和企业税率



资料来源：CBO，平安证券研究所

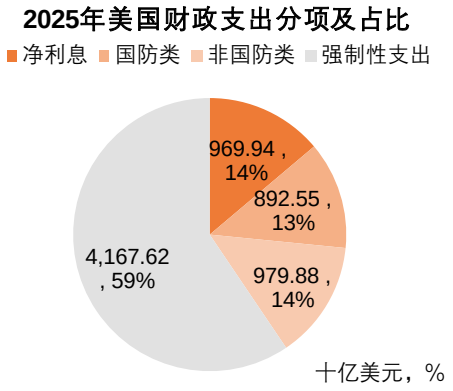
因此，即便考虑到中期选举后美国财政整体支出压力收敛，我们认为美国财政赤字和债务供给压力仍强。

美国财政支出的刚性偏强。支出端，强制性支出体量巨大、稳定增长；净利息支出增速最快，且仍存在上行空间。2025 财年强制性支出约 4.17 万亿美元，占总支出的 59%。近年来，以医保和社保为主的强制性社会福利性支出随着人口老龄化、受益人数（参保人数）增加及医疗成本上升而持续扩张。2010 年至 2025 年，美国每年的财政强制性支出增加了近 2.3 万亿美元，而净利息支出和自主性支出仅各自增加了 0.8 万亿美元和 0.5 万亿美元。CBO 研究认为，2011 年至 2020 年，美国医保支出增长的主要来源是 1960 年代婴儿潮一代老龄化，导致参保人数增加带来的额外开支。此外，新冠疫情后 2021 年至 2024 年人均医疗支出增加、通胀上行，也推高了医保支出。预计到 2036 年，美国强制性支出还将较 2026 年增加 55.9%，其中 Medicare 医疗补贴预计较 2026 年增长 88.1%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

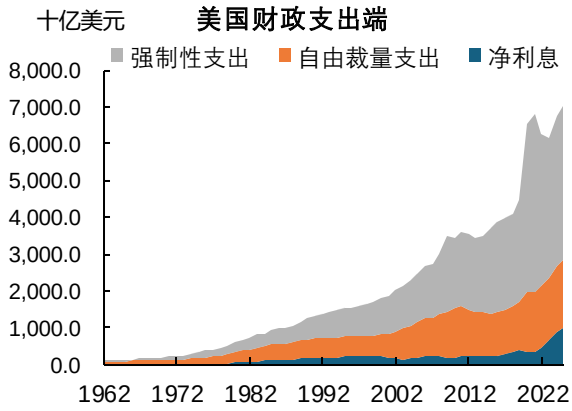
下载日志已记录，仅供内部参考

图表17　美国财政支出构成



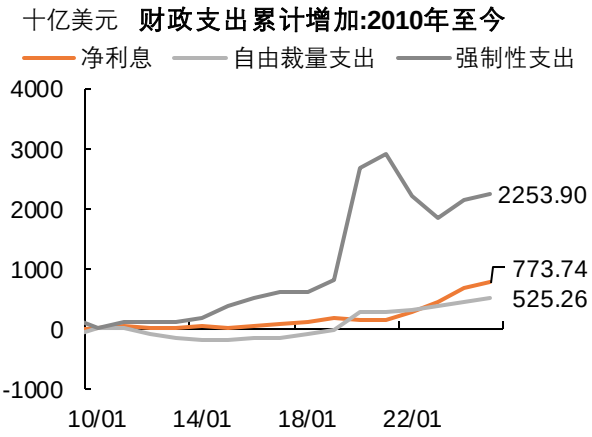
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表18　美国财政支出持续扩张



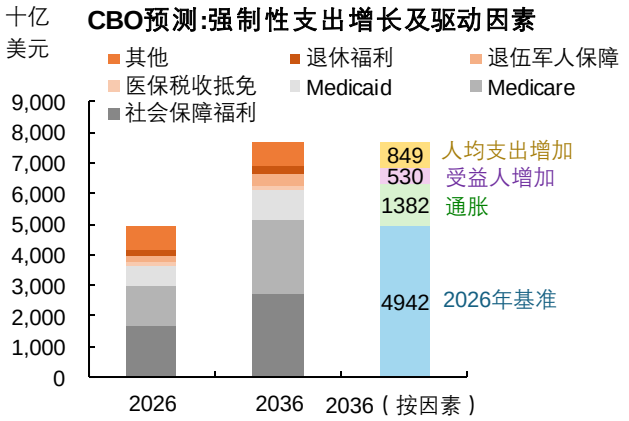
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表19　近年来美国财政强制性支出大幅增长



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表20　社保和医保是强制性支出增加的主要因素



资料来源：CBO, 平安证券研究所

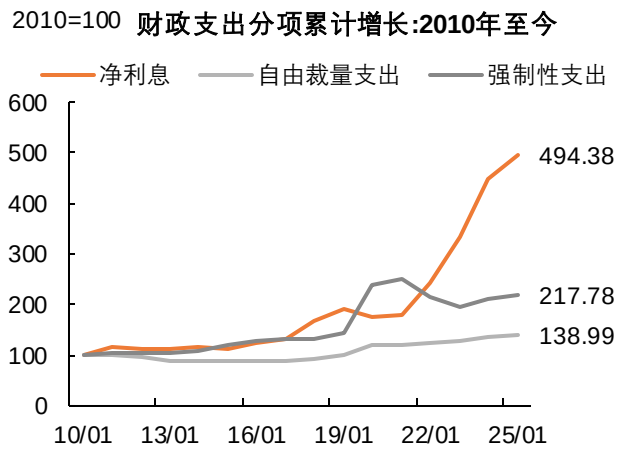
美国财政支出大类中，净利息支出增长更快。2025 财年，美国净利息支出已达到约 9700 亿美元，占总支出的 14%，较 2010 年累计增长近 4 倍，增速明显快于强制性支出和自主性支出。今年美国 1 月到 9 月，美国国债利息支出合计已达到 1 万亿美元，净利息支出节奏逐年增长。随着美联储在 2026 年 9 月开启加息，市场预期 2026 年至 2027 年美联储可能累计加息 3 次以上。若美联储继续加息，随着存量债务到期，美国政府需要以更高利率融资，利息支出压力将进一步上升。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

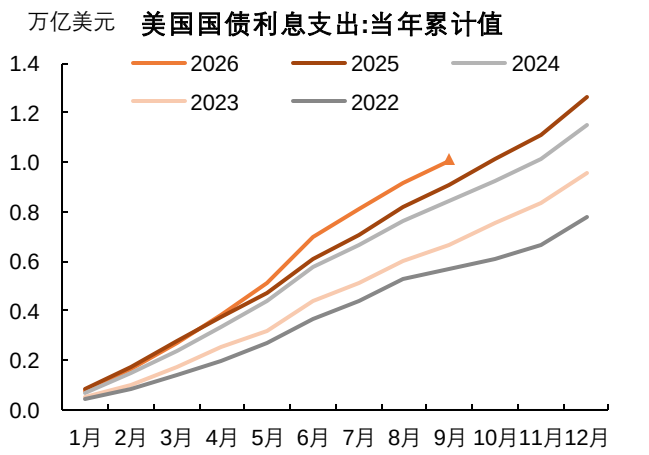
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21　2025 年净利息支出是 2010 年的近 5 倍



资料来源：Wind,平安证券研究所

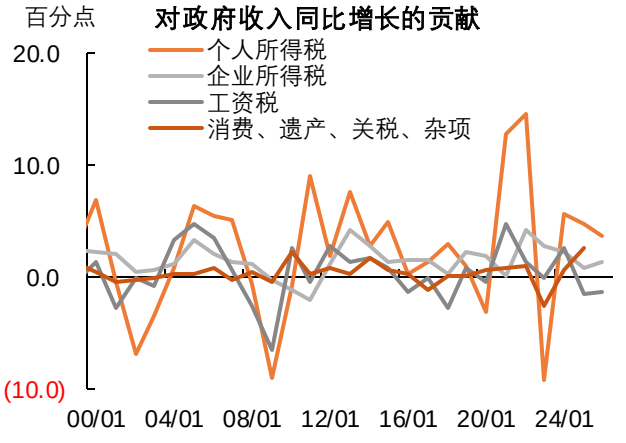
图表22　2026 年美国国债利息支出持续加速



资料来源：Wind, 平安证券研究所

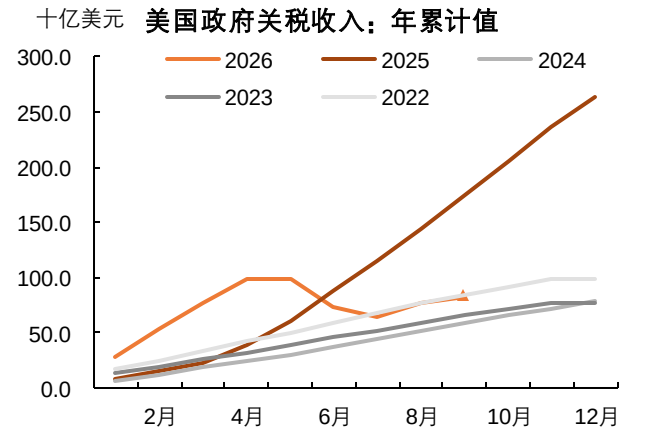
收入端，个人税、企业税和工资税既是占比超过 90%的核心收入来源，也是《大美丽法案》主要削减的科目。《大美丽法案》在 2025 年 7 月签署成法后，2025 年下半年美国个人所得税收入进度已落后 2024 年。今年，在 2026 年减税和 2025 年减税退税的共同作用下，2026 年美国个人所得税收入持续回落。实际上，2025 年个人税、企业税和工资税三项同比贡献均回落，只有消费、遗产、关税和其他杂项收入（合计占比不到 10%）有所增长。**但随着 IEEPA 关税被判定无效，美国政府关税收入也已大幅回落。**截至 2026 年 9 月末，美国 2026 年关税收入累计约 832 亿美元，较去年同期的 1740 亿美元下降 52%，成为拖累财政收入的主要因素。**因此，收入端对美国财政赤字改善的支持仍然有限，美债供给持续高企的风险仍存。但随着增量财政刺激减少，供给进一步扩张的压力或有所缓和。**

图表23　各项收入对美国政府财政收入的贡献



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表24　2026 年美国政府关税收入进展大幅回落

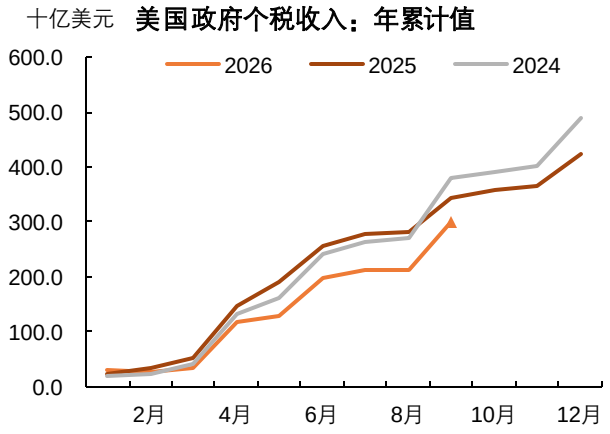


资料来源：Wind, 平安证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

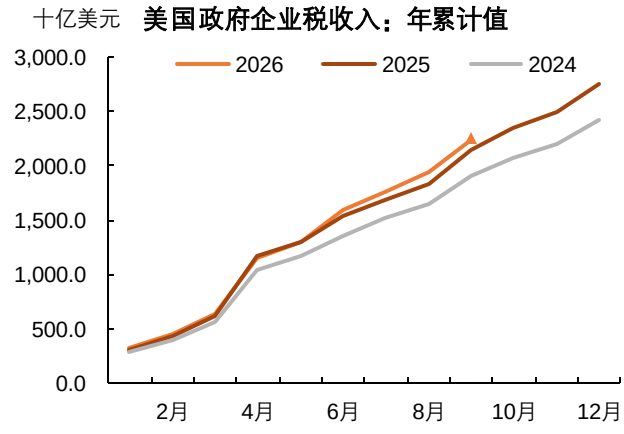
下载日志已记录，仅供内部参考

图表25　2026 年美国个人所得税收入不及过去两年



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表26　2026 年美国企业税收入略高于 2025 年



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、 美国经济韧性的背后：不只是财政支撑

中期选举后，美国政府增量刺激性政策预计放缓，2027 年起《大美丽法案》的减税支撑转弱，对美国经济有怎样的影响？关键在于，当前美国经济的韧性和美国通胀的变化中，财政只是影响因素之一。

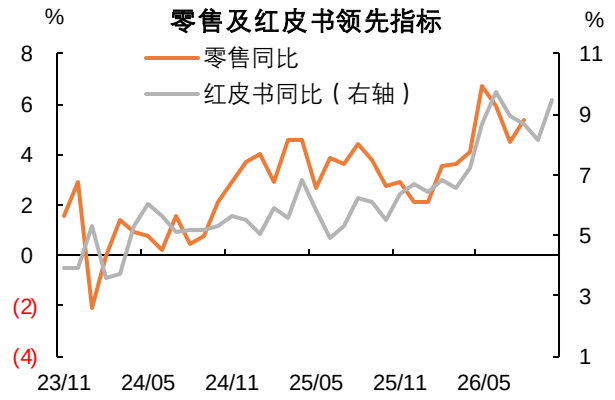
1. 经济韧性：财政支撑和 AI 时代的共振

2026 年，美国传统居民部门在所谓“K 型经济”下，表现并不弱。我们可以从美国消费数据中找到线索：**1）零售数据来看，加油站和综合零售的韧性共同推高消费。**截至 9 月，美国零售同比增长 6.29%，前九个月环比增速平均达到 0.6%，高于 2025、2024 年平均月度环比增速的 0.18%和 0.31%。9 月同比的 6.29%当中，可选商品（包括汽车和零件、家具家电、服配娱乐、保健个护等）和综合零售（包括商场、杂货店和无店铺商贩）分别贡献 1.15 个百分点和 2.03 个百分点，加油站又额外贡献了 2.13 个百分点。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

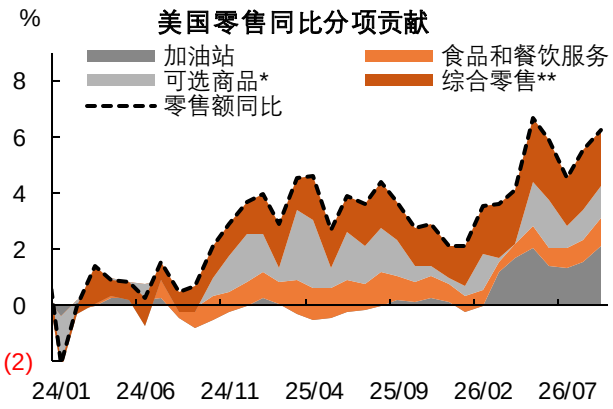
下载日志已记录，仅供内部参考

图表27　美国零售同比增速持续上升



资料来源：Wind,平安证券研究所

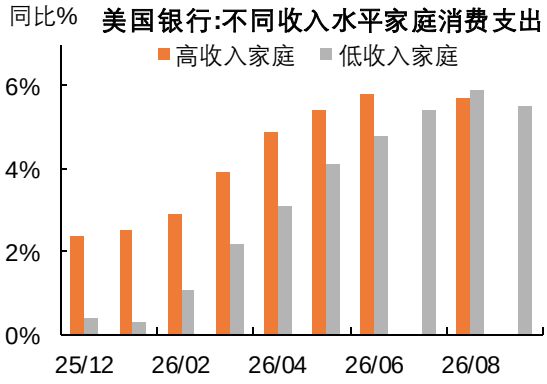
图表28　综合零售和加油站是零售增长的主要驱动



*资料来源：Wind，平安证券研究所；*可选商品包括汽车和零件、家具家电、服配娱乐、保健个护等，**综合零售包括商场、杂货店和无店铺商贩等未进一步分类的销售场所零售额*

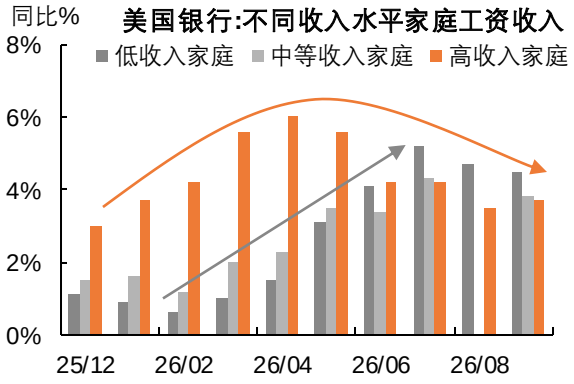
2）美国银行的月度《消费者检查点》（Consumer Checkpoint）报告提供了更多消费韧性来源的信息。核心是，今年美国不同收入群体的收入和消费"K型分化"出现显著收敛，低收入群体的工资增速快速追赶高收入群体。2026年前9个月的报告数据显示，工资收入层面，高收入家庭年初领跑、低收入家庭年中追赶。上半年，高收入家庭的工资收入增速显著高于低收入家庭，由1月的3.7%升至4月的6.0%。但进入二季度后，低收入家庭的工资收入同比增速快速"追赶"，由1月的0.9%快速升至7月的5.2%，超过高收入家庭同期的4.2%。而消费支出也显现类似趋势。上半年高收入家庭消费支出高增，同比增速在6月达到5.8%，而同期低收入家庭消费略有落后。但随着收入的增加，低收入家庭消费同步走强，同比增速在8月达到5.9%。

图表29　2026年美国低收入家庭消费增速迅速追赶



资料来源：美国银行,平安证券研究所

图表30　2026年美国低收入家庭收入增速同步走强



资料来源：美国银行，平安证券研究所

那么，财政是消费走强的主要动力吗？是，但不完全是。财政支持和就业市场共同推动了2026年美国消费的韧性。

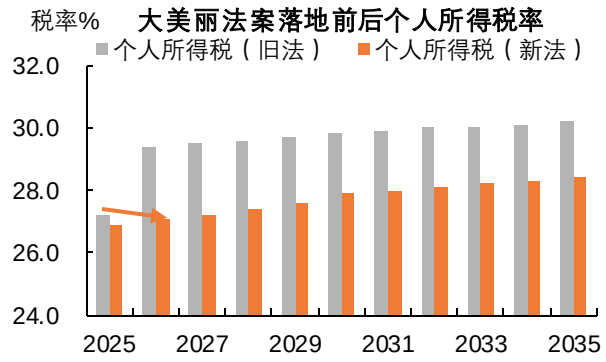
1）财政退税形成助推；个人所得税率整体降低后，工资收入现金流的支撑得到强化。退税方面，截至5月8日税期最后一次统计，2026年（对2025年税收的）退税总规模接近3248亿美元。对比"就业人口×非农平均时薪×周工作时长"折算私营部门就业人口总收入，2026年退税总规模大致相当于美国居民5月名义收入的43%。**减税后预扣税减少的支撑可能作用更大。**CBO在2026年2月测算中估计，2025年《大美丽法案》已经使得2025年个人所得税率相较基线永久下降了约2%，企业所得税相较基线下降了近6%。但由于2025年全年企业仍沿用旧法预扣税款，因此美国居民直到2026年才实际感受到

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

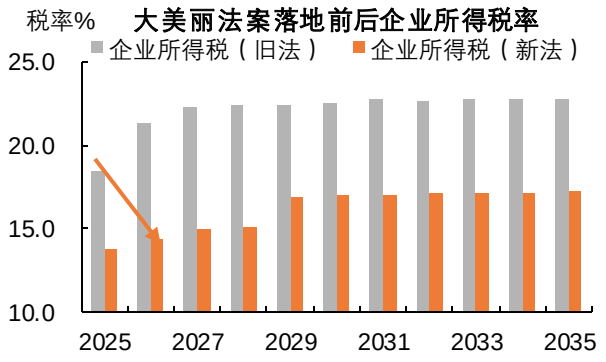
税率变化。对应 CBO 边际税率估算，2025 年旧法下个人所得税率为 27.2%，2026 年小幅降至 27.1%。**而居民实际收入“体感”改善的程度可能更强。**截至 9 月，美银报告使用的高收入家庭税后到账工资收入增速 3.7%，低收入家庭则达到 4.5%，指向税率相对下调后预扣税减少对收入的即时支撑。

图表31　个人所得税税率较 2025 年旧法略有下调



资料来源：CBO,平安证券研究所

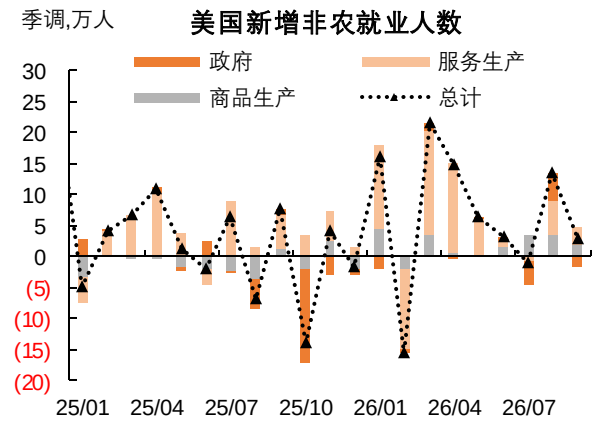
图表32　企业所得税税率较 2025 年旧法显著下调



资料来源：CBO，平安证券研究所

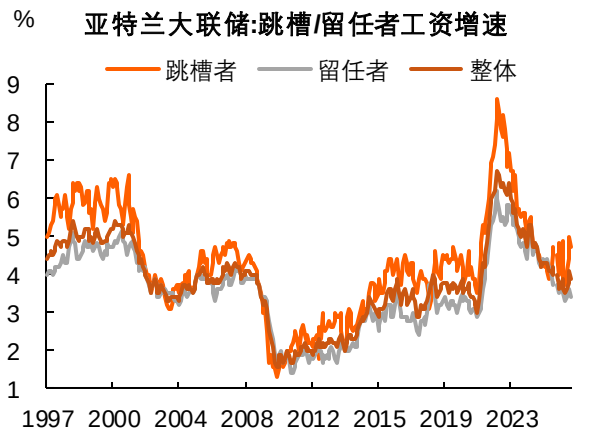
2）就业市场流动性改善。2026 年初以来，美国就业市场似乎结束了 2025 年的低迷情形。2026 年前 9 个月，非农就业月均增加 7.5 万人，高于 2025 年全年月均增加的约 4.4 万人。截至 8 月，亚特兰大联储（税前）工资增速达到 4.1%的阶段性高点，低收入和高收入群体的工资增速均有所反弹。**劳动力市场的流动性改善，尤其提升了选择“跳槽”的雇员收入增速。**亚特兰大联储的工资增长追踪数据显示，截至 2026 年 8 月，“跳槽者”的平均工资（三个月移动平均）增速达到 5%的高点，大幅高于“留任者”的 3.6%和整体的 4.1%。这一薪资增速仅次于 2022 新冠疫情后的“大换工潮”时期和 2000 年科技互联网泡沫时期的水平。**值得关注的是，“跳槽者”并不仅限于因 AI 快速发展、技术迭代而产生的人力需求。2026 年美国的“跳槽者”很大一部分是每周结算工资、计时工资的基础劳动者。**美国银行报告显示，这部分劳动者跳槽后的薪资涨幅提升最大，也解释了低收入人群收入增长加速、K 型分化收敛的原因。对应美国非农就业数据，上半年美国服务行业就业较 2025 年明显回暖，也印证偏低收入人群就业环境改善。2026 年 1 月至 9 月，服务生产行业累计新增就业已达到 46.7 万人，超过 2025 年全年的 43.1 万人，显示服务业就业吸纳能力较去年进一步改善，支撑了更广大劳动群体的收入改善。

图表33　2026 年美国服务业就业有所改善



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表34　2026 年跳槽者薪资增速大幅提升



资料来源：Atlanta FED，平安证券研究所

3）AI 的支撑仍是美国经济韧性的核心。AI 直接拉动投资：2026 年上半年，美国设备和知识产权投资对经济的拉动几乎与消费齐平。截至二季度，美国 GDP 同比增速 1.66%，其中设备和知识产权投资合计贡献了 1.0 个百分点，接近消费贡献的

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

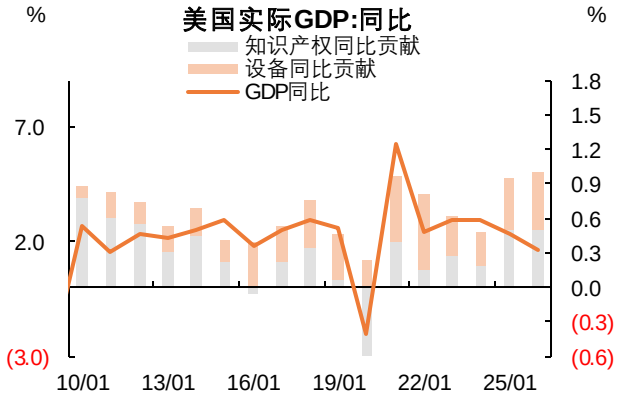
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1.09 个百分点。2027 年 AI 资本开支对美国经济的直接拉动有望延续：一是，截至 2026 年年中，部分主要科技巨头继续上修 2026 全年资本开支预期，谷歌、微软、特斯拉均明确表示 2027 年资本开支将增加，亚马逊和 Meta 等企业承诺继续扩大产能。二是，算力需求角度， 2026 年 1 月到 10 月，OpenRouter 每周处理的代币数量增长已超过 27 倍，较 2025 年同期则增长超过 56 倍。近期，主要芯片和半导体设备制造商均报告称，AI 相关需求仍然强劲，如台积电计划 2027 年继续扩大产能，阿斯麦（ASML）称 2027 年至 2028 年规划产能或难以满足客户需求。若算力需求维持扩张节奏，则 AI 产业链上中下游投入有望延续对美国经济的直接支撑。

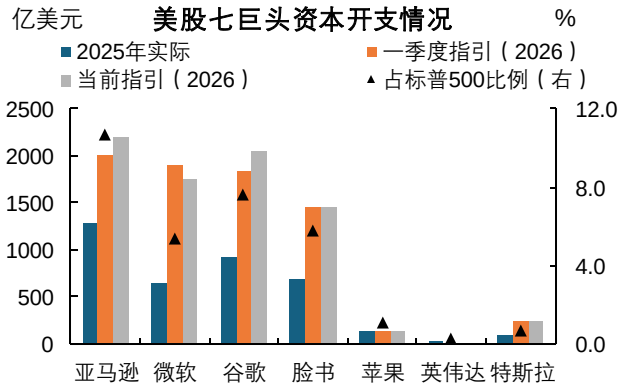
基建和财富效应：算力需求推动基建建设、创造就业，而 AI 主题支撑股市财富效应、转而支撑消费。从完工建筑价值指标看，截至 2026 年 8 月，美国 AI 相关的数据中心建筑支出持续上升至约 850 亿美元，电力支出则持续攀升至 1860 亿美元的历史高位。相关建设加速有助于提振就业。除前文提到的服务业就业修复外，今年美国建筑业就业也显著回暖。2026 年 1 月至 9 月，建筑业合计新增就业 9.2 万人，较去年全年的减少 0.4 万人明显改善。此外，股市财富效应也对消费形成支撑。2020 年至今，相较债券、地产和其他资产，美国股市对居民资产扩张的拉动最为显著。今年美股在科技股带动下持续上涨，也对居民消费，尤其是高收入群体消费形成支撑。

图表35　美国知识产权和设备投资同比贡献达到 1%



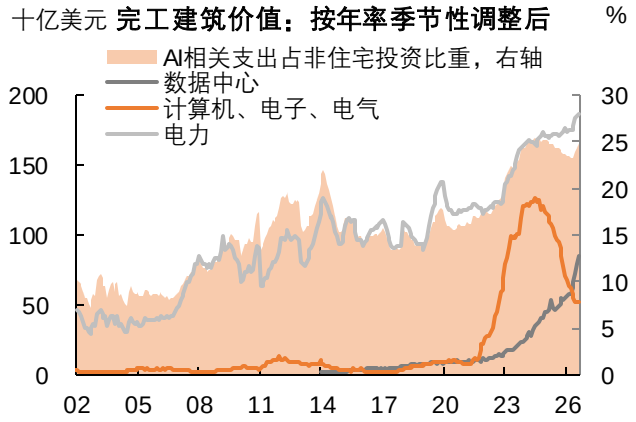
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表36　美股七巨头持续上修全年资本开支预期



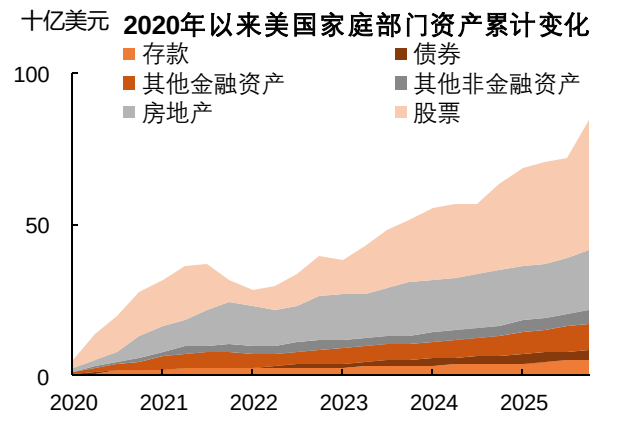
资料来源：Wind, Reuters, Forbes，平安证券研究所；注：英伟达未披露 2026 年资本开支，未列入上图

图表37　AI 投资带动数据中心和电力等建筑建设



资料来源：CEIC,平安证券研究所

图表38　股市上涨是美国家庭资产增长的主要贡献项



资料来源：Wind, 平安证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

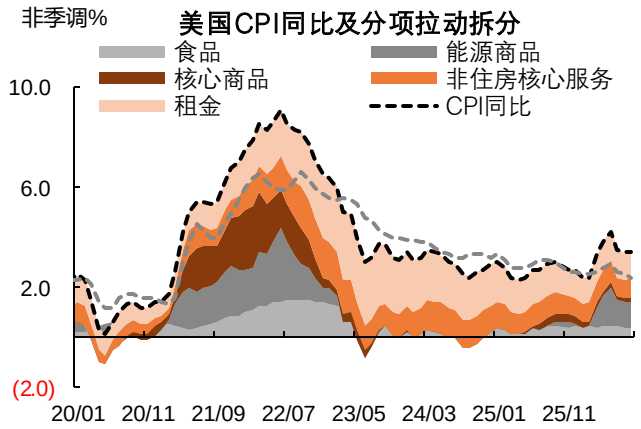
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 通胀粘性：能源供给和 AI 需求通胀

凯恩斯主义的总需求分析框架认为，财政刺激扩大总需求，从而可能推升价格；相对地，财政刺激退坡可能抑制通胀压力。但在当前美国通胀中，有相当一部分并不沿着这条链条运行：

1）供给端，原油和成品油价格持续上涨，主要受地缘冲突的波动和供给预期的影响。截至 2026 年 10 月，美伊冲突已持续近 8 个月，谈判尚未取得实质性突破，霍尔木兹海峡通航持续受到影响。2026 年 9 月 9 日，特朗普表示，预计伊朗战事将在 11 月美国中期选举后“立即结束”。但从国际原油期货价格来看，市场对后续局势不确定性的定价仍占主导。**食品价格上涨，**也同样受到能源运输成本的影响，同时还反映天气、农业生产不及预期和加工成本上行。截至 2026 年 9 月，非核心通胀中的食品和能源分项分别拉动美国 CPI 同比（非季调）0.34 和 1.35 个百分点，占当月同比增长（3.7%）的 45%左右，而这部分通胀与财政政策刺激缺乏直接关联。**关税通胀（核心商品）：**2026 年，特朗普 IEEPA 关税被认定失效后，关税压力边际缓和，与进口价格相关的美国核心商品通胀已逐步回落。

图表39　美国 CPI 同比分项贡献拆分



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表40　国际油价及美国汽油零售价持续高企



资料来源：Wind, 平安证券研究所

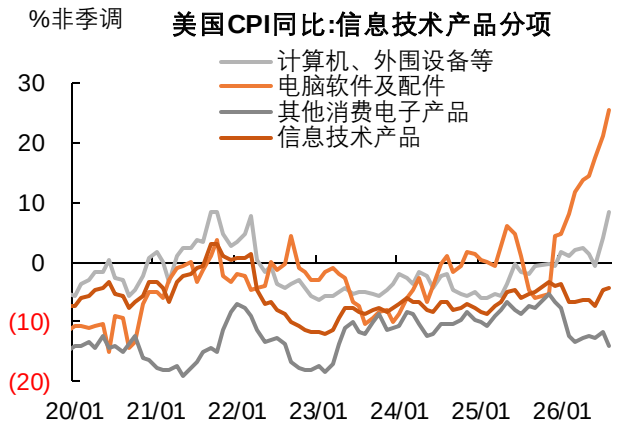
2）需求侧，核心通胀中，住房通胀贡献最大，AI 通胀增速加快，而二者受到财政政策影响的程度同样较低。住房通胀：尽管美国地产市场在高利率背景下持续低迷，但住房 CPI 却仍占据 CPI 同比增长的 30%以上。部分原因是，CPI 住房租金分项反映存量租约与续租价格的逐步调整，对当期需求变化的反应较慢。例如，美国主要住所租金 CPI 滞后 Zillow 的观察租金指数约 13 个月，而业主等价租金则滞后对应领先指标 16 个月。**AI 通胀：**截至 2026 年 9 月，美国电脑软件及配件 CPI 同比已达到 28.4%。若仅观察占比极低的电脑软件和配件价格，那么当前 AI 通胀对整体通胀的拉动甚至可以忽略不计。但是，除了相关产品自身涨价、推高软件服务、芯片、存储等产品价格之外，AI 通胀还可能向其他领域传导：1）硬件价格上涨，推高其他消费电子产品成本，2）上游基建扩张，推动能源电力、建筑建设相关需求，3）股市财富效应，间接拉动核心服务和商品消费等。因此，即使 2027 年财政对居民消费的支持减弱，AI 投资可能仍将维持部分需求、推高成本压力。

与财政支出力度相关性更强的可能是剔除住房之后的核心服务 CPI。2026 年，美国“超级核心”CPI（非住房核心服务 CPI）已经趋于回落，同比基本稳定在 3%左右，并不“过热”。在今年就业市场改善、居民收入和消费意愿偏强的背景下，酒店等在外住宿服务、医疗护理服务、体育比赛门票、以及其他个人服务（如理发、洗衣等）价格同比有所升温，但服务通胀整体温和。在财政减税政策的支撑下，传统内需改善带来通胀边际升温，但其在整体通胀中的比重偏低。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

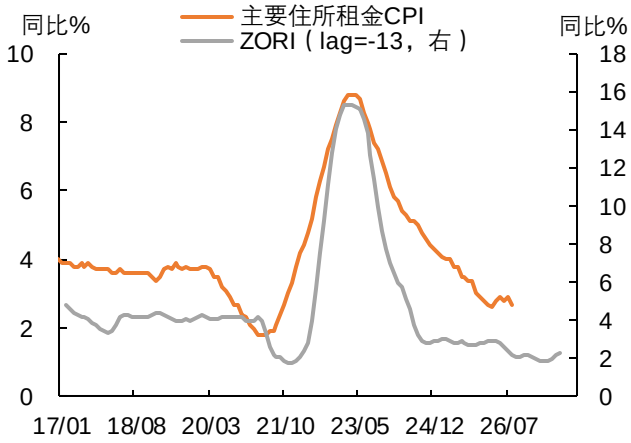
下载日志已记录，仅供内部参考

图表41 AI 相关的电脑软件及配件价格快速上行



资料来源：Wind,平安证券研究所

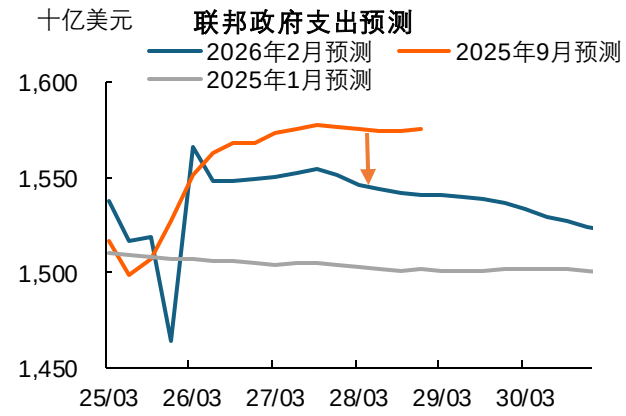
图表42 美国住房租金 CPI 滞后反映市场租金价格



资料来源：Wind, Zillow, 平安证券研究所

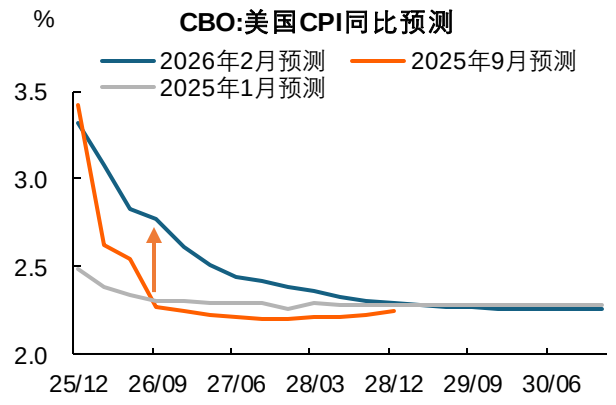
CBO 对美国经济预测的变化也表明，财政支出减弱并不必然带来通胀同步回落。《大美丽法案》落地后，CBO 分别于 2025 年 9 月和 2026 年 2 月更新经济预测。相较 2025 年 9 月，2026 年 2 月预测中的联邦政府支出路径整体下移，2027 年阶段性高点之后逐步回落，但 CPI 同比增速的回落速度反而放缓。2025 年 9 月，CBO 原本预计 CPI 同比增速将在 2026 年三季度降至 2025 年 1 月的预测路径之下；到 2026 年 2 月，这一交叉时点已推迟至 2029 年前后，显示其对通胀持续性的判断有所增强。因此，财政退坡虽有助于缓和需求压力，但通胀回落仍取决于其他需求与供给因素的变化。

图表43 美国 GDP 增长阶段性高点前置



资料来源：CBO,平安证券研究所

图表44 美国 CPI 回落比预期更慢



资料来源：CBO，平安证券研究所

四、 总结

当前市场预期美国共和党中期选举后失去众议院控制权，甚至参议院得失亦有争议。若执政党失去众议院，单党性质的大规模财政刺激性政策落地或受限；若继而失去参议院，政府治理成本亦将显著抬升。我们的分析表明：

1）历史上，中期选举后美国“分裂政府”不一定走向财政收缩。回顾过往经验，美国财政支出力度更多取决于当时的经济现实和政府政策倾向，财政周期的决定性强于政党博弈的影响。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2）即使不考虑中期选举的结果，2027 年财政对美国经济的边际拉动大概率减弱。一方面，2026 年《大美丽法案》减税支持集中释放后，2027 年其对经济的拉动作用将显著转弱，对实际 GDP 增速的贡献将由正转负。另一方面， 2026 财年共和党并未规划类似 2018 年特朗普第一任期的“减税 2.0”计划；已提交的 2027 年财政预算中，仅国防支出规划大幅加速，未涉及其他福利或减税政策，整体财政支出倾向偏弱。

3）但财政支持减弱并不意味着美国经济“降温”，就业和 AI 投资的两方面支撑更为重要。尤其是，今年美国居民收入改善，既受益于退税和预扣税减少，也来自就业市场流动性回升，与消费韧性形成相互促进的循环；低收入家庭的到手工资与消费增速追赶高收入家庭，居民部门“K 型分化”实际有所收敛。在减税政策永久化的背景下，2027 年美国经济的基本支撑仍在。此外，与消费贡献基本齐平的“AI 经济”有望延续韧性，以直接投资、拉动基建、增加就业等多种形式支撑经济。通胀方面，财政退坡却也难以打消通胀担忧。当前美国价格压力可能仅有小部分与财政支撑相关。能源、AI 需求等通胀来源难以随财政放缓迅速回落，而财政支持的传统内需价格表现相对温和。

风险提示：

1. 美国政治治理风险超预期，财政政策调整超预期，货币政策意外收紧等；
2. 美伊冲突缓和不及预期，地缘冲突范围扩大，全球风险偏好承压；
3. 美国就业市场超预期走弱，居民收入增长和消费需求超预期疲软等；
4. 美国通胀粘性超预期，国际油价持续高企，利率持续上行等；
5. AI 资本开支超预期放缓，或算力需求增长不及预期等；
6. 市场不确定性超预期，在上述因素的演绎下，资产价格发生波动。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster