仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告 宏观深度报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

美国中期选举：关键节点、选情分析及资产影响

报告日期： 2026年10月28日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：陆翊蔚
- SAC编号：S1050125090024

研究创造价值

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

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

核心结论：2026/11/3美国中期选举进入最后两周冲刺。**选情交易 “劈叉”值得重视：民调与模型指向民主党横扫，但真金白银的交易定价却逐级折价，**原因有三：民调误差记忆、控制权合约含机构对冲溢价、联合概率的非线性，**警惕尾部风险。我们判断：民主党横扫是概率最高的情形，但并非绝对意义上的必然事件，分裂被相对低估。资产端重视两情景的交集与差值：美债收益率回落是不依赖结果的交集，置信度最高；美股方向才是差值——分裂对应折现率修复，横扫对应2027年加税强监管的盈利尾部，恰是定价最不充分的情景，构成美股真正的尾部风险。**

1）关键节点：中选影响货币、财政、地缘三条政策链的2027年路径。当前处于投票期中段 → 10/28 FOMC与Mag7财报同周叠加 → 11/3投票（众院435席+参院35席）→ 邮寄计票或使结果延迟至11月下旬 → 12/11临时拨款到期（停摆窗口）→ 2027/1/3第120届国会就任。

2）当前选情：270toWin偏向民主党席位合计已越218多数线；特朗普支持率约37%处二战后总统中选年同期最低，选民最关心的通胀恰是其最弱议题；参院归属系于六大摇摆席位（ME/OH/TX/IA/AK/MI），民主党领先州均对应生活成本痛感偏高领域，“痛感决定选情”双向验证。四大预测市场（Kalshi/Polymarket/PredictIt/Betfair）交叉验证：众院约九成、参院约六成、横扫约六成。

3）政策推演：横扫（约60%）：财政受限+调查听证增加+加税强监管议程重启（须2027预算协调、总统握否决权）；分裂（约31%）：财政受限、对华会晤成果维持；守住（约10%）：减税2.0+关税加码+去监管（唯一赤字上行通道）。存量赤字（6%）与中选无关、增量财政才由国会术决定；AI开支风险在成本端（监管+电价）而非需求端；地缘-油价-通胀-利率链与中选互为因果，是本轮最大单边风险。

4）资产影响：美债——四重证据链指向高位筑顶、选后趋降、第一目标5.0%下方：年内上行103bp中95bp来自实际利率（通胀预期锚定、紧缩暂停后回落空间在折现率）、期限溢价0.75%已计入财政担忧、加息年中选（1978/1994/2018/2022）选后全回落、空头拥挤（5Y净空88.1万张）提供轧空弹性。**美股——ERP转负（盈利收益率4.5%低于10Y的5.2%），估值弹性全看利率，看多美债与美股分母修复同源；盈利上修支撑、广度与拥挤度是隐患；选后回购窗口（11/3前后75%解禁）与不确定性出清共振；历史上结果改变弹性而非方向（丢众院+9.4%/守住+16.8%、均收涨），横扫尾部在2027盈利下修（近期美股开始预演）。**

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

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

（1）中选选情与民调超预期波动风险

（2）美联储政策路径与通胀反复风险

（3）地缘政治与中美关系反复风险

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

仅供内部参考，请勿外传

目录

CONTENTS

1. 关键节点：重要性论证、选举流程与核心议题

2. 当前选情：民调、预测市场与政策组合推演

3. 资产影响：交易结构验证、历史复盘与配置含义

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

仅供内部参考，请勿外传

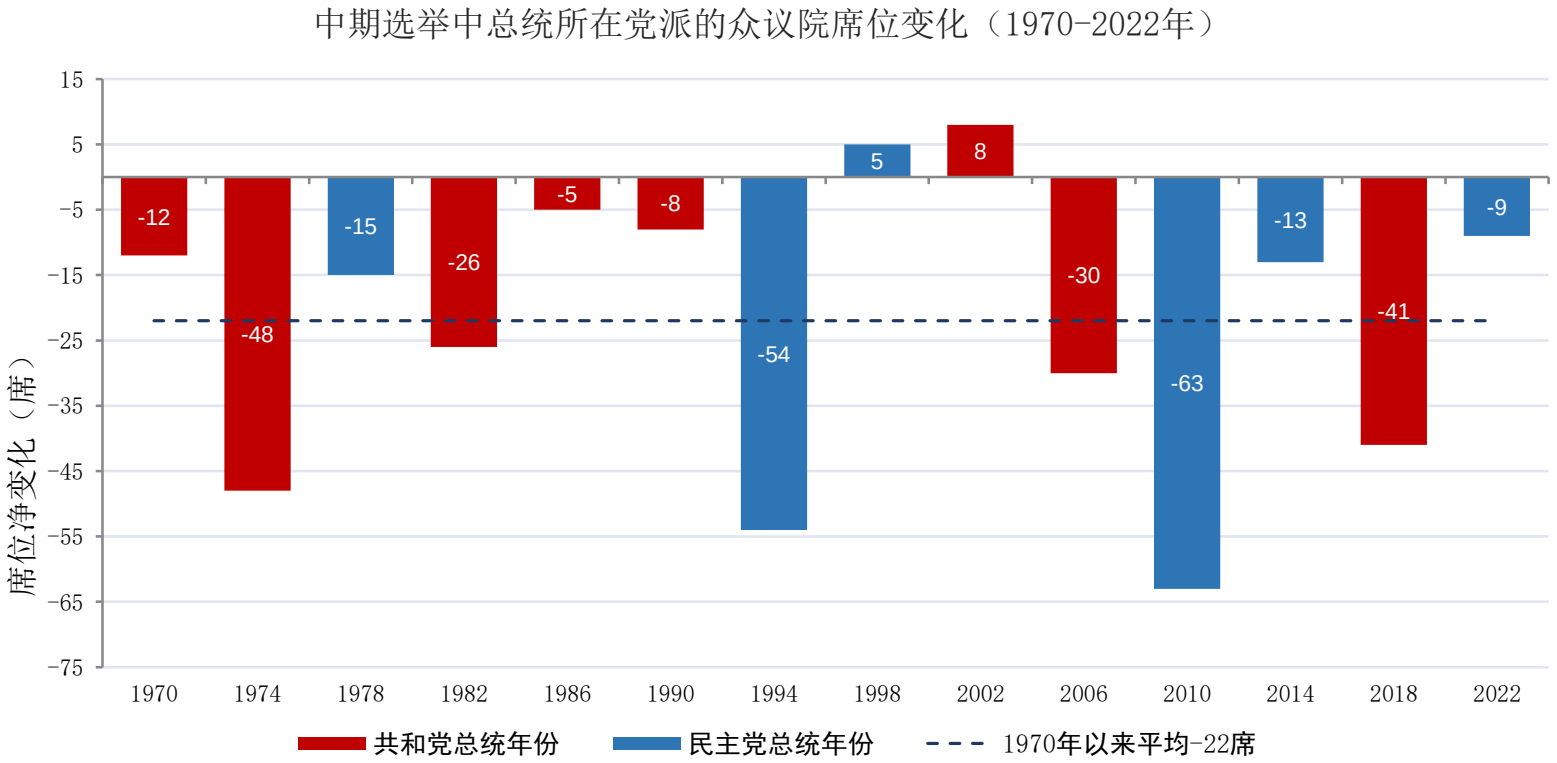
01 关键节点

重要性论证、选举流程与核心议题

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

仅供内部参考，请勿外传

中选制度：众院全部改选+参院35席，共和党仅占微弱多数



本次改选（2026/11/3）

- 众议院：全部435席改选；当前共和党218/民主党214/独立1（随共和党党团）/空缺2，**民主党净+4席（214→218）即夺回多数**
- 参议院：35席改选（33个Class 2 + 佛州、俄亥俄特别选举）；当前共和党53/民主党47，民主党需净+4席（50:50由副总统万斯破局）

关键参院席位

- 六大摇摆：缅因/俄亥俄/得州/艾奥瓦/阿拉斯加/密歇根；北卡、佐治亚民主党赢面已达96%接近锁定（详见第13页）

历史规律

- 1970年以来14次中选，总统党派12次丢席、平均-22席；仅1998(+5)、2002(+8)例外

资料来源：美国众议院书记官办公室、美国参议院官网、CongressCountdown、UCSB美国总统项目、盖洛普，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选重要性：同时改写货币、财政、地缘三条政策链

中选之所以重要：它同时改写货币、财政、地缘三条政策链的 2027 年路径

货币政策链	财政政策链	地缘/国际链
中选结果 两院归属决定听证/调查强度与联储政治压力	**中选结果** 预算协调、税改2.0、拨款谈判的国会算术	**中选结果** 外交资源与谈判筹码：对华、美伊、俄乌
联储反应 分裂/横扫→宽松诉求上升；2027票委轮换边际转鸽	**财政反应** 分裂→新增财政受限；守住两院→减税2.0加码	**政策反应** 吉隆坡安排2027/1到期；油价诉求与停火执行
市场映射 政策利率路径重定价 → 美债短端、美元、成长股估值	**市场映射** 赤字与美债供给预期 → 长端期限溢价（本轮核心分歧）	**市场映射** 油价→通胀→利率：本轮与中选交织的特殊链条

本轮主线：地缘与中选互为因果的传导闭环

中东局势
美伊冲突反复
→
油价走势
3月单月+53.6%
→
通胀预期
CPI 3.4%粘性
→
加息节奏
9/16加息25BP
→
美债收益率
10Y破5.2%
→
全球大类资产
定价重构
→
反噬中选选情
通胀=头号议题41%

链条两端互为因果：中选结果反过来决定“压油价”政策力度与财政路径——选情与资产必须合在一起看。

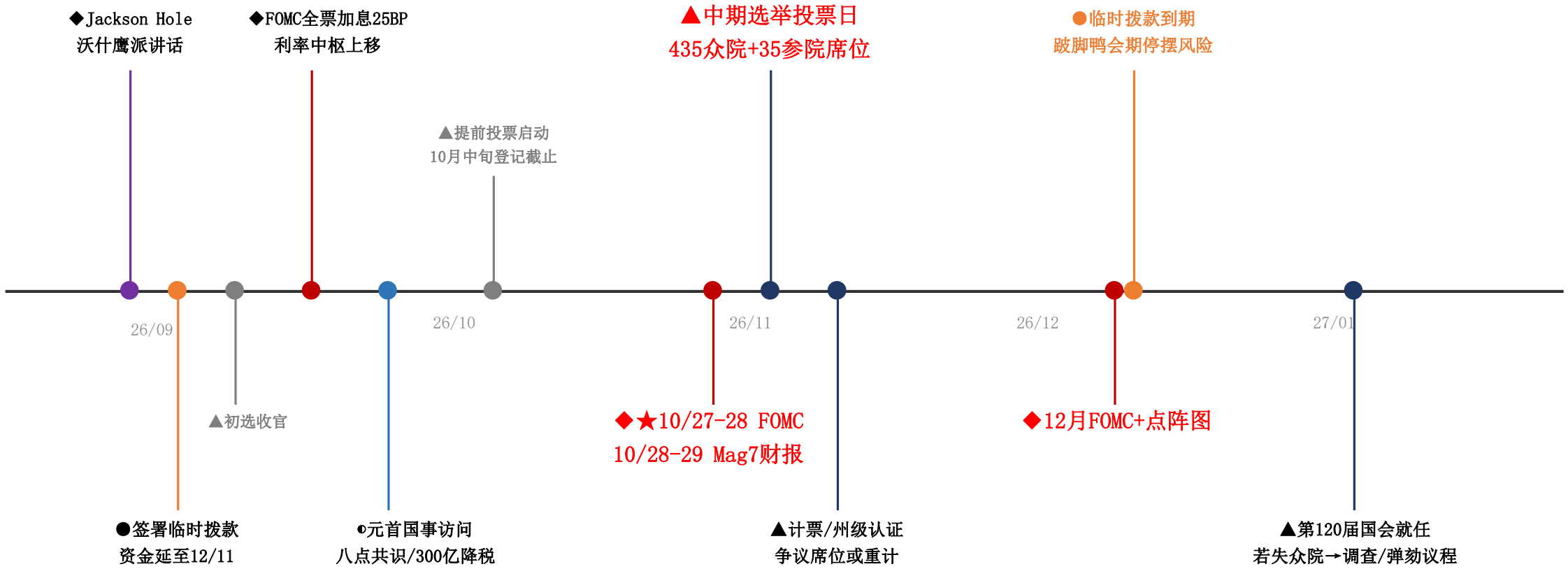
资料来源：FRED，FOMC声明，RealClearPolling，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

关键节点：提前投票进行中，11/3投票临近、12/11拨款到期为选后首雷

选举与宏观节点叠加：提前投票进行中 → 10/27-28 FOMC（Mag7财报同周）→ 11/3投票 → 计票认证 → 12/11拨款到期 → 2027/1新国会



◆货币 ●财政 ▲选举 ★产业 ◐地缘（线越长/点越大=重要性越高）

⚠ 尾部情形：若选情持续一边倒，落后一方或在10月底-11月初制造「十月惊奇」转移矛盾（对伊军事再升级、台海摩擦）——届时油价与避险情绪将短线主导资产定价

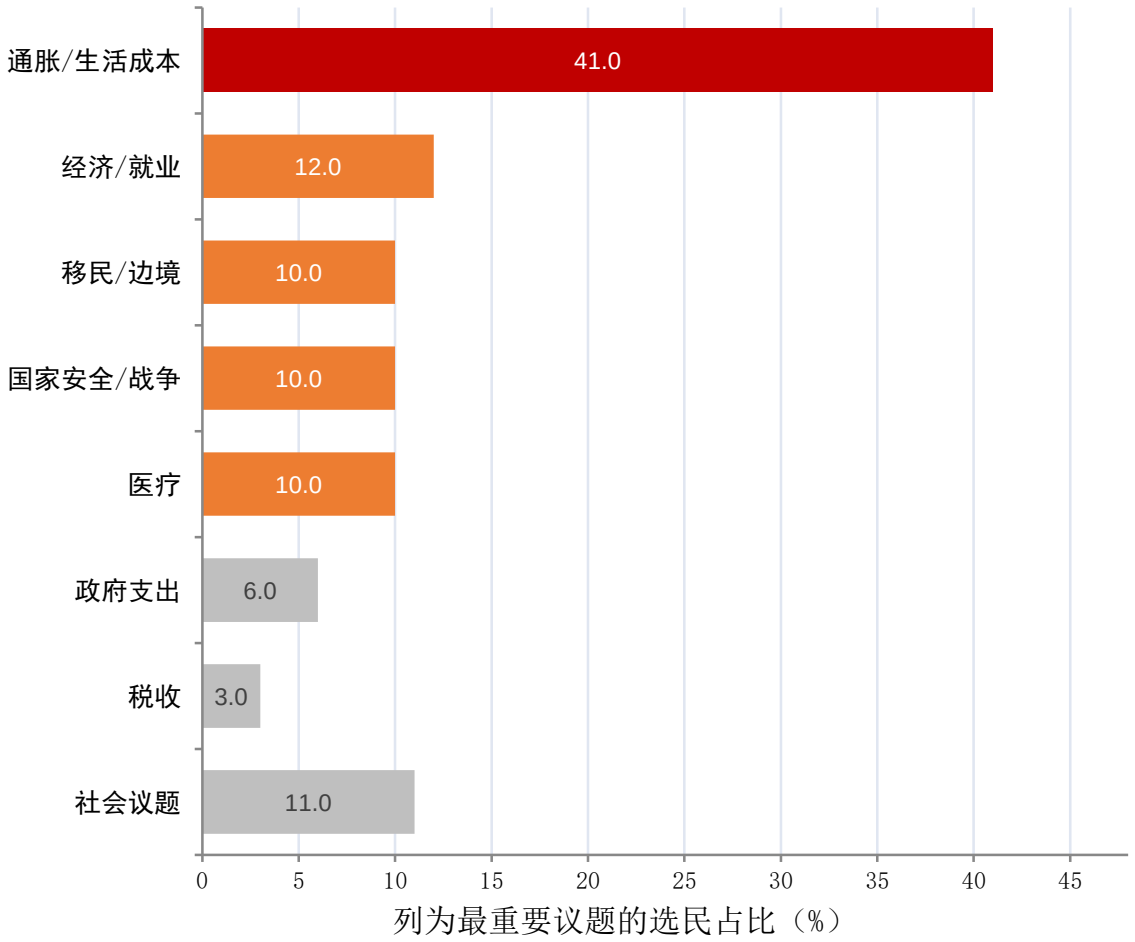
资料来源：美联储FOMC日历、美国国会预算进程、新华社，华鑫证券研究

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

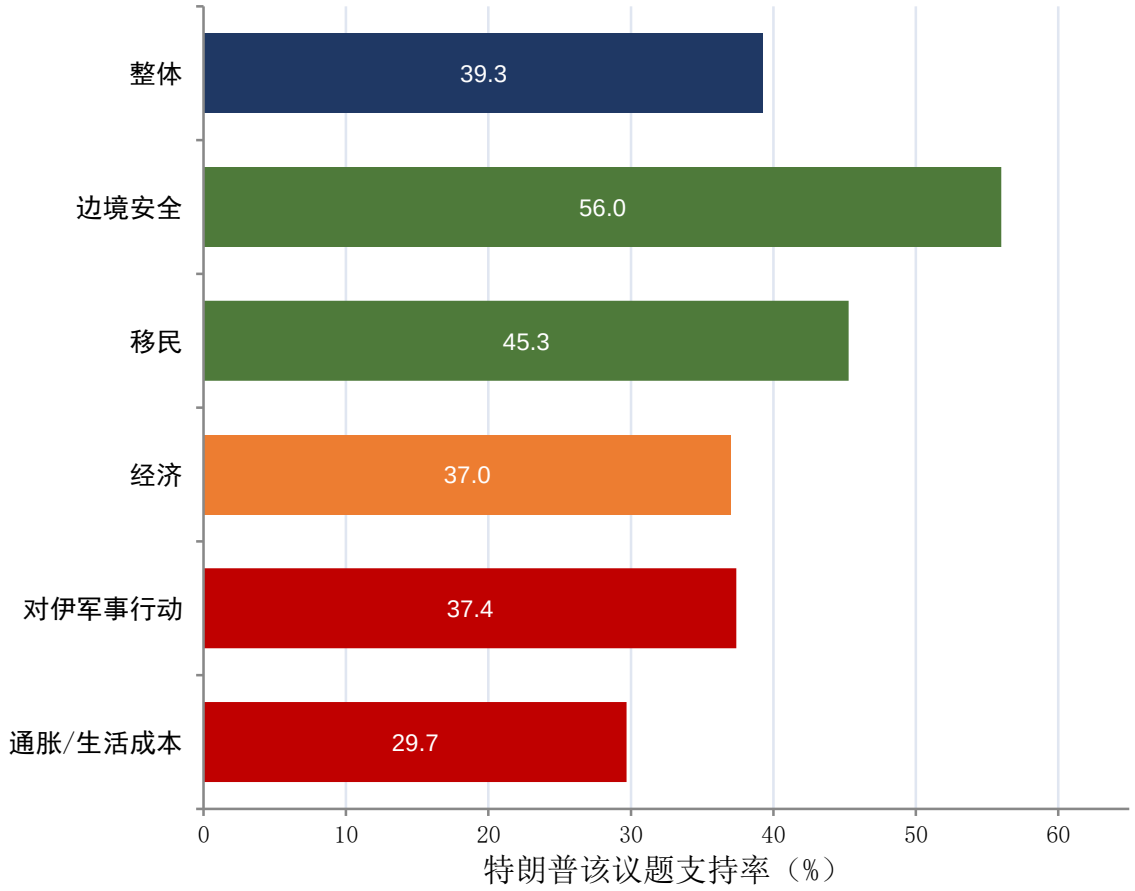
仅供内部参考，请勿外传

核心议题：通胀/生活成本是头号选票，恰是特朗普支持率最低的短板

选民最关心什么：通胀/生活成本压倒性第一（41%）



但特朗普在头号议题上支持率最低：通胀支持率（约30%）显著低于整体



资料来源：McLaughlin & Associates/IAP 全国民调；RCP议题民调均值、Fox News、AP-NORC，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

选举流程：投票期进行中，计票与认证是关键窗口

选举流程全景：当前处于投票期，结果揭晓可能拖至11月中下旬（计票认证为关键窗口）

① 初选与竞选筹备	② 投票期（进行中）	③ 计票与认证	④ 权力交接
2026/1—9月	2026/9下旬—11/3	2026/11月上旬—12月	2027/1/3
• 1—2月：候选人申报与竞选启动 • 3月起：各州党内初选陆续举行 • 9月：初选收官，确定11月大选名单	• 9月下旬—10月：提前投票与邮寄选票启动 • 10月中旬前后：各州选民登记截止 • 11/3：选举日（众院435席+参院35席+36州州长）	• 持续计票、审核与州级认证（邮寄选票或延迟数日至数周） • 争议席位：可能启动重新计票或法律程序 • 2000/2020均出现延迟揭晓，2022年众院数日后才定归属	• 第120届国会开幕 • 新当选议员宣誓，两院控制权正式确定 • 若共和党失众院：委员会调查/弹劾议程启动

当前位置：投票期中段——提前投票/邮寄选票已在多州启动，10月中下旬各州登记陆续截止；提前投票的党派构成数据将成为选前最后三周高频验证信号。

关键规则：选举日=11月第一个周一的次日（11/3）；参议院每两年改选约1/3（本次35席，含佛州/俄亥俄特别选举）；众院435席全部改选、每两年一次。**历史参考：**2018年11/6、2022年11/8投票；邮寄选票占比高的州（如宾州、亚利桑那）计票或延迟数日至数周，**“选举夜”不等于“结果夜”**。

资料来源：NCSL、Ballotpedia、270toWin、美国众议院书记官办公室，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

02 当前选情

民调、预测市场与政策组合推演

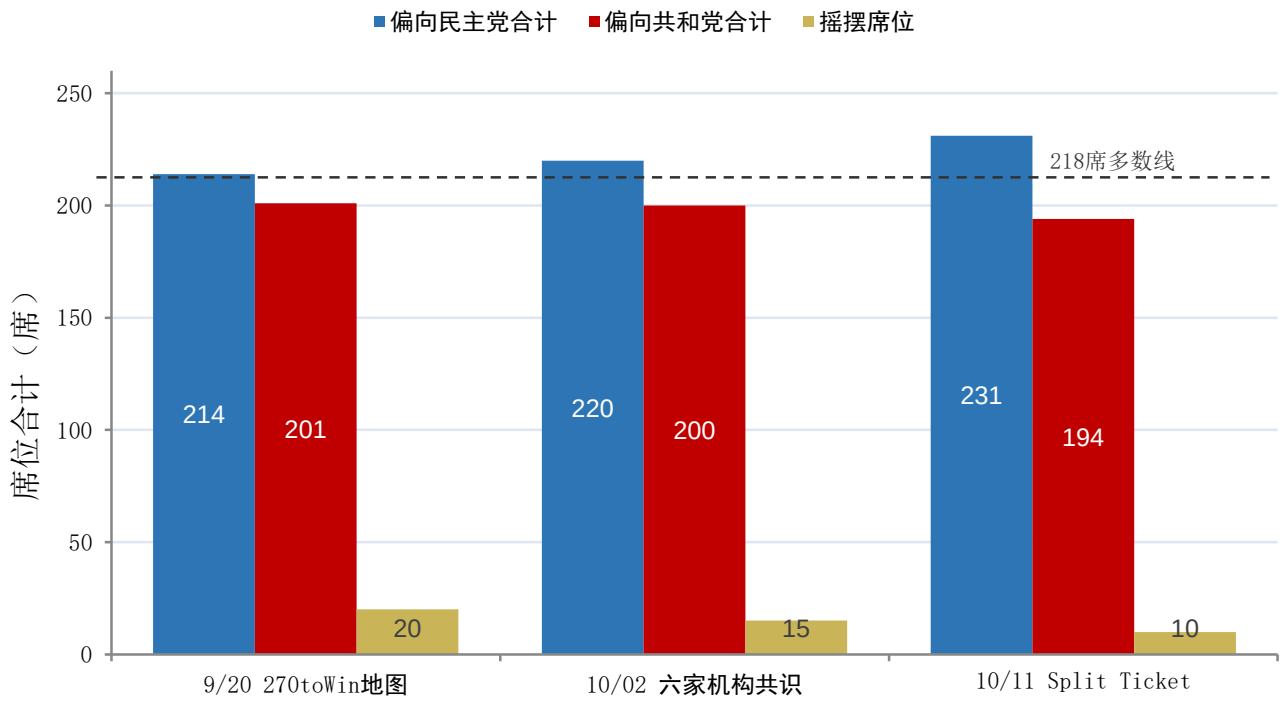
研究创造价值

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

仅供内部参考，请勿外传

选情分布：偏向民主党席位合计已越218多数线，参院是胜负手

偏向民主党阵营的席位合计：214 → 220 → 231（不同机构口径）



最新拆解（Split Ticket）



可能D 9 | 倾向D 15 | 摇摆 10 | 倾向R 9 | 可能R 16（席）

参议院算术：翻转门槛净+4席

- 现任：**共和党53 ： 民主党47**（民主党含2名独立派）
- 2026改选35席：**共和党守22席**、民主党守13席（含FL、OH特别选举）
- 民主党翻转门槛：**净+4席**（50:50由副总统万斯破局）
- Kalshi参院定价：民主党赢面**64%**（9/14以来+12pct），席位分布集中于51-52席

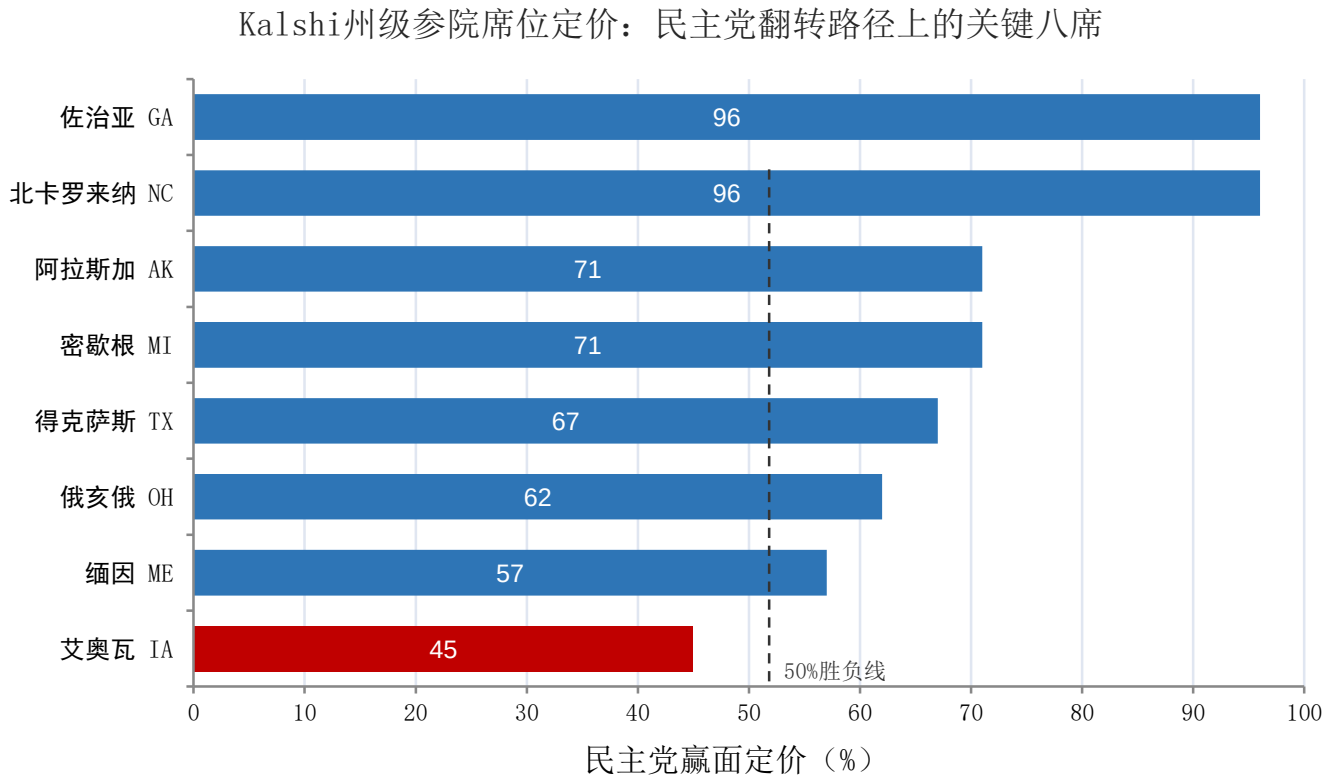
众院悬念不大、参院是胜负手：偏向民主党阵营的席位合计已越218多数线（不同机构口径区间214-231）；参院翻转路径清晰（NC接近锁定+ME/OH/TX定价过半）

资料来源：270toWin众议院地图、六家机构共识评级、Split Ticket评级、Kalshi，华鑫证券研究；

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

仅供内部参考，请勿外传

六大摇摆席位：ME/OH/TX决定参院归属，民主党翻转路径清晰



八席对阵与席位背景

州	对阵（D vs R）	席位背景
北卡罗来纳 NC	Cooper(D) vs Whatley(R)	R现任Tillis退休
佐治亚 GA	Ossoff(D*) vs Collins(R)	D现任Ossoff
密歇根 MI	El-Sayed(D) vs Rogers(R)	D现任Peters退休
阿拉斯加 AK	Peltola(D) vs Sullivan(R*)	R现任Sullivan
得克萨斯 TX	Talarico(D) vs Paxton(R)	R现任Cornyn初选落败
俄亥俄 OH	Brown(D) vs Husted(R*)	特别选举(Vance席位)
缅因 ME	Jackson(D) vs Collins(R*)	R现任Collins五连任在任
艾奥瓦 IA	Turek(D) vs Hinson(R)	R现任Ernst退休

翻转路径：NC（96%）接近锁定+1 → ME/OH/TX（57-67%）再下三城即51席；IA/AK为保险席；民主党守席关键：MI 71%、GA 96%。参院64% vs 众院89%——参院是「分裂国会 vs 横扫」的分水岭

资料来源：Kalshi州级参议院市场、270toWin候选人信息，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

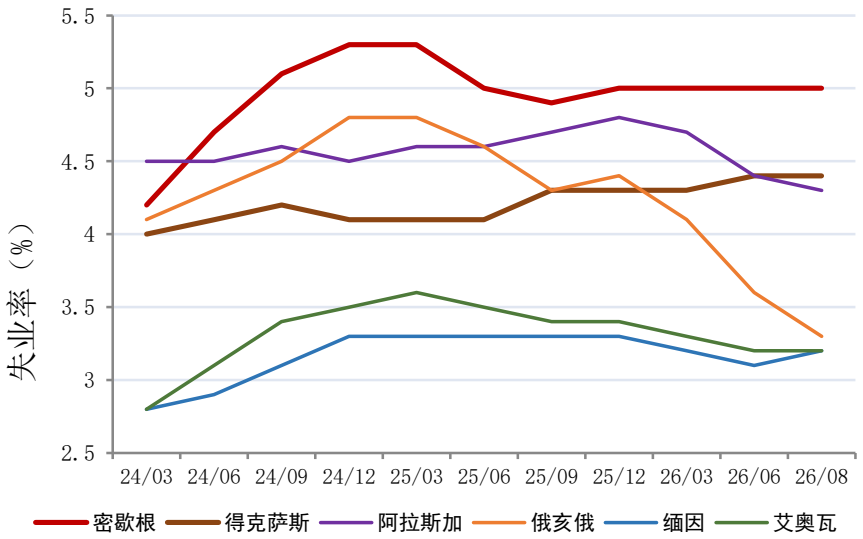
摇摆州拆解：产业画像决定议题权重，通胀+就业是共同软肋

六州经济画像：失业率、支柱产业、核心议题与民主党赢面

州	对阵（D vs R）	失业率（8月）	支柱产业	核心议题	民主党赢面
密歇根 MI	El-Sayed vs Rogers	5.0%	汽车/EV制造	汽车就业+EV转型	71%
阿拉斯加 AK	Peltola vs Sullivan*	4.3%	油气/渔业	能源开发+生活成本	71%
得克萨斯 TX	Talarico vs Paxton	4.4%	能源/科技制造	边境移民+电价	67%
俄亥俄 OH	Brown vs Husted*	3.3%	汽车/制造业	制造业就业+关税后果	62%
缅因 ME	Jackson vs Collins*	3.2%	造船/渔业/旅游	生活成本+医保	57%
艾奥瓦 IA	Turek vs Hinson	3.2%	农业/农机	农产品贸易+补贴	45%

*=共和党在任；红色行=民主党赢面>50%的攻/守席。民主党路径：守住GA/MI+翻转NC（96%）后，还需在ME/OH/TX/IA/AK中再取3席（50:50由副总统万斯破局）。

摇摆州失业率：密歇根5.0%高于全国（4.3%）



民主党为何领先？

- MI/OH：关税推升车价+制造业回流不及预期→物价就业双痛；
- TX：边境移民+AIDC涌入推升居民电价；
- AK：油价波动冲击州财政民生，排序复选制利于温和派；
- ME：医保+生活成本，Collins个人品牌仍在（赢面仅57%）；
- IA反例：失业率3.2%最低+农产品贸易缓和→共和党唯一占优。

翻转主因=生活成本/通胀的地方化投射：民主党领先五州均对应痛感高于平均的领域（车价/电价/医保/油价）；反例艾奥瓦（失业率最低+贸易缓和）共和党占优——「痛感决定选情」双向验证。

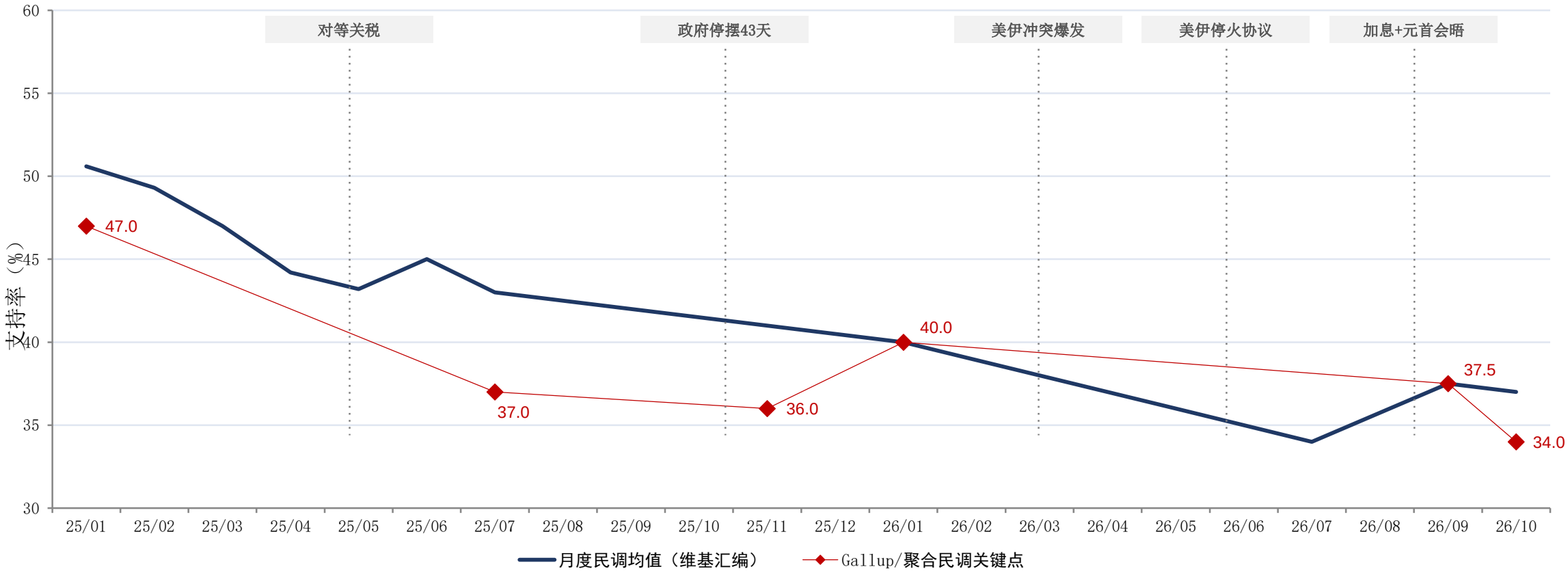
资料来源：FRED州级失业率、Kalshi州级市场、美国劳工统计局，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

特朗普支持率约37%：二战后总统中选年同期最低区间

特朗普支持率：自就职以来趋势性下行，中选前处于二战后总统同期最低区间



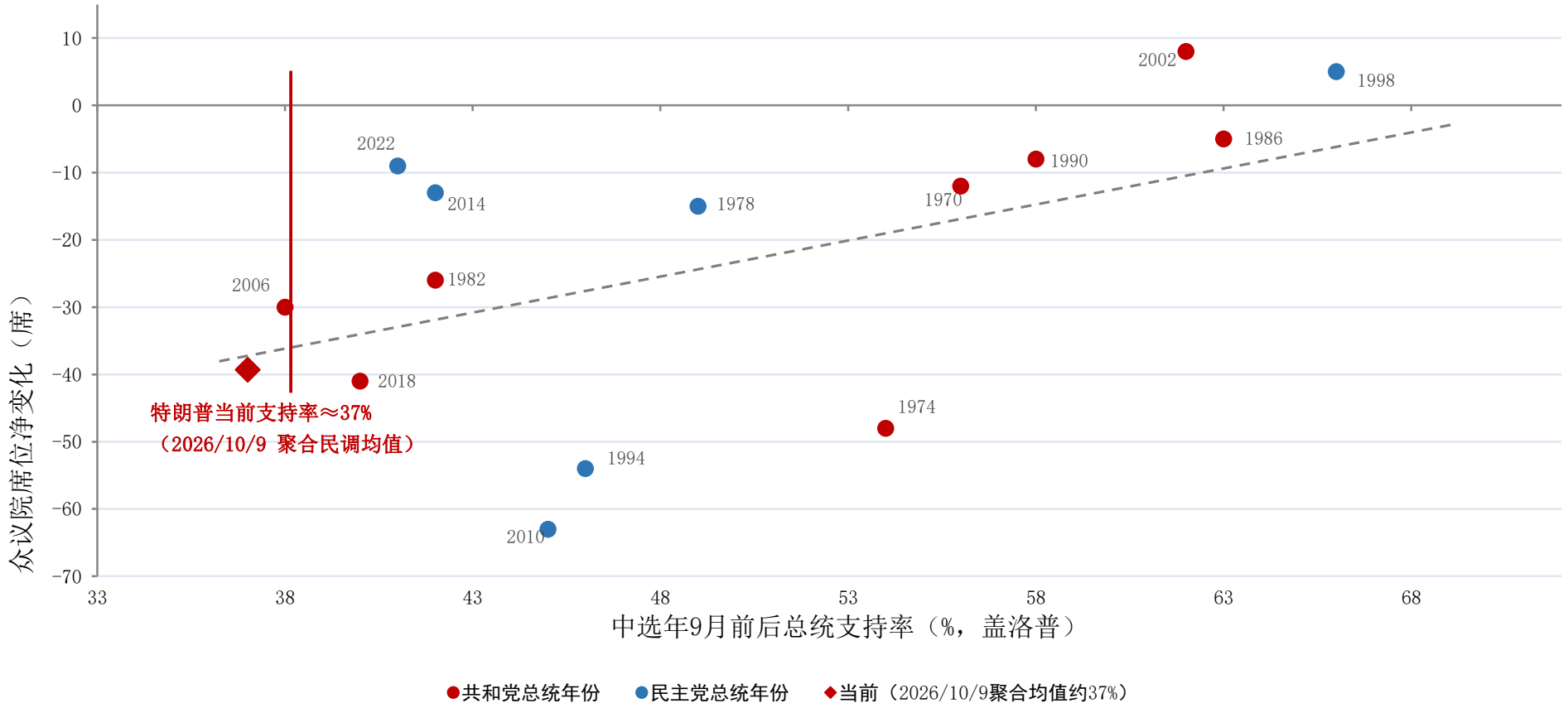
资料来源：Wikipedia民调汇编、Gallup、聚合民调均值、Quinnipiac、Ballotpedia，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

支持率-席位弹性：低支持率增加共和党众院丢席压力

总统支持率越低，中选席位损失越大——当前支持率指向显著丢席



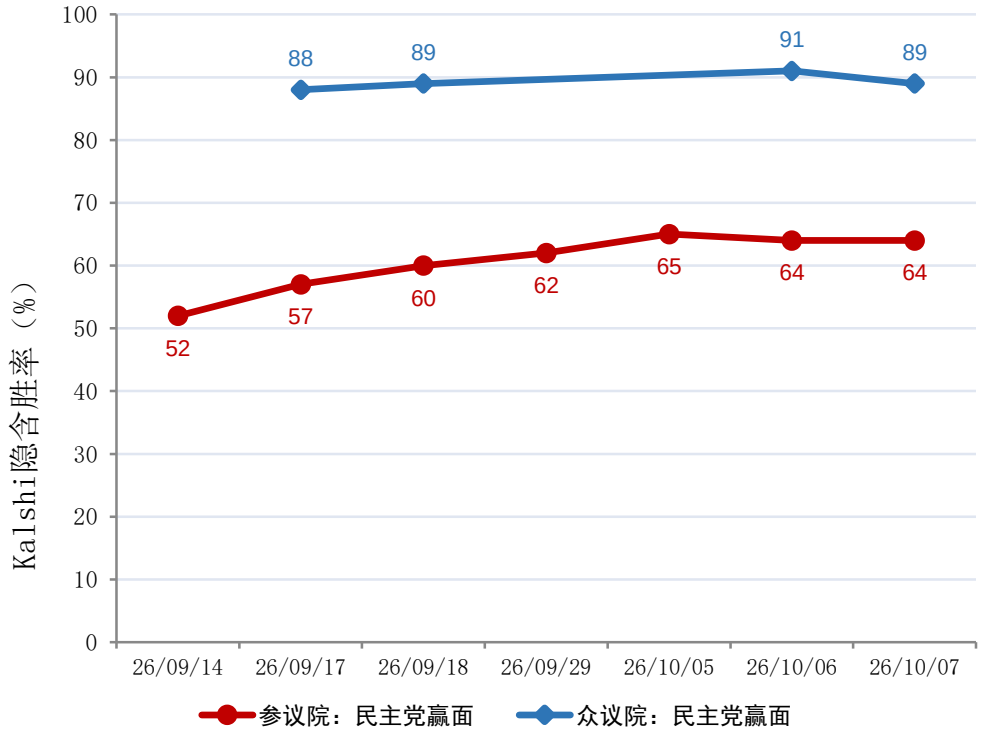
资料来源：2022及以前为盖洛普民调（UCSB美国总统项目汇编）；当前值为聚合民调均值

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

仅供内部参考，请勿外传

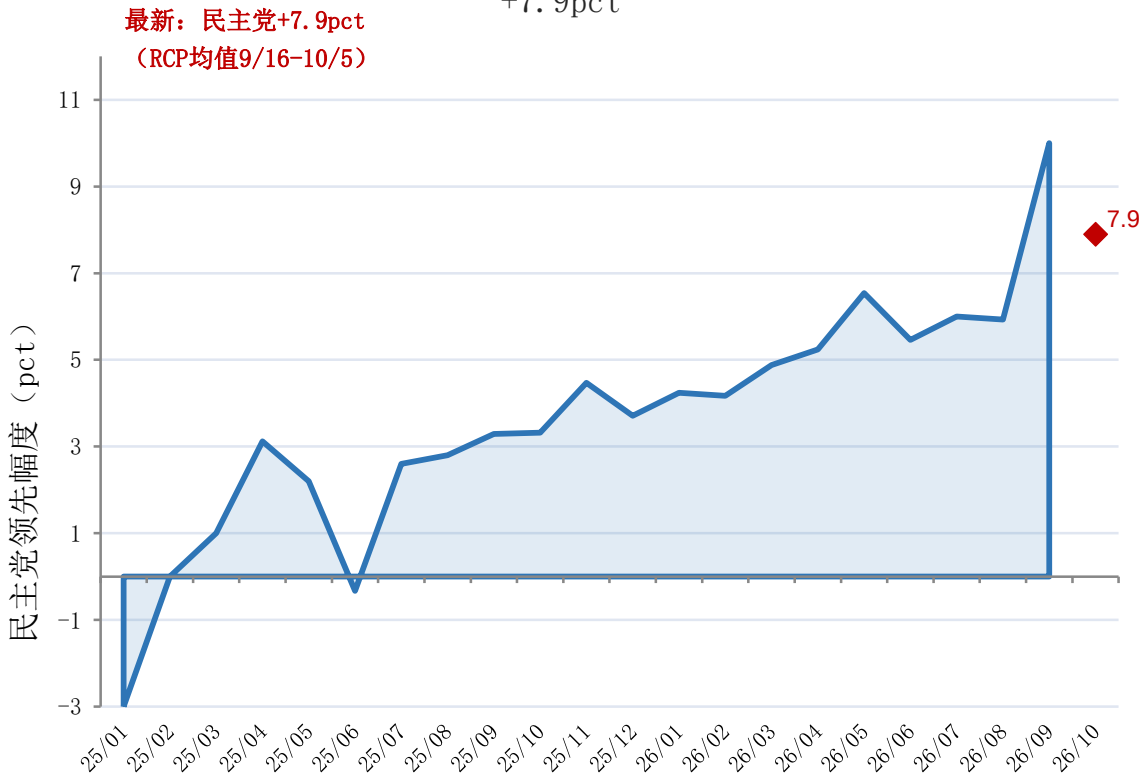
选情总览：参院赢面上穿50%胜负线，众院稳于90%附近

Kalshi走势：参院52%→64%上穿胜负线，众院稳于88-91%



组合定价：横扫约60%、分裂约31%、守住约10%；四平台参院民主党61.5-64%（Kalshi/Polymarket/PredictIt/Betfair）

通用选票（Generic Ballot）：民主党领先优势扩大至+7.9pct

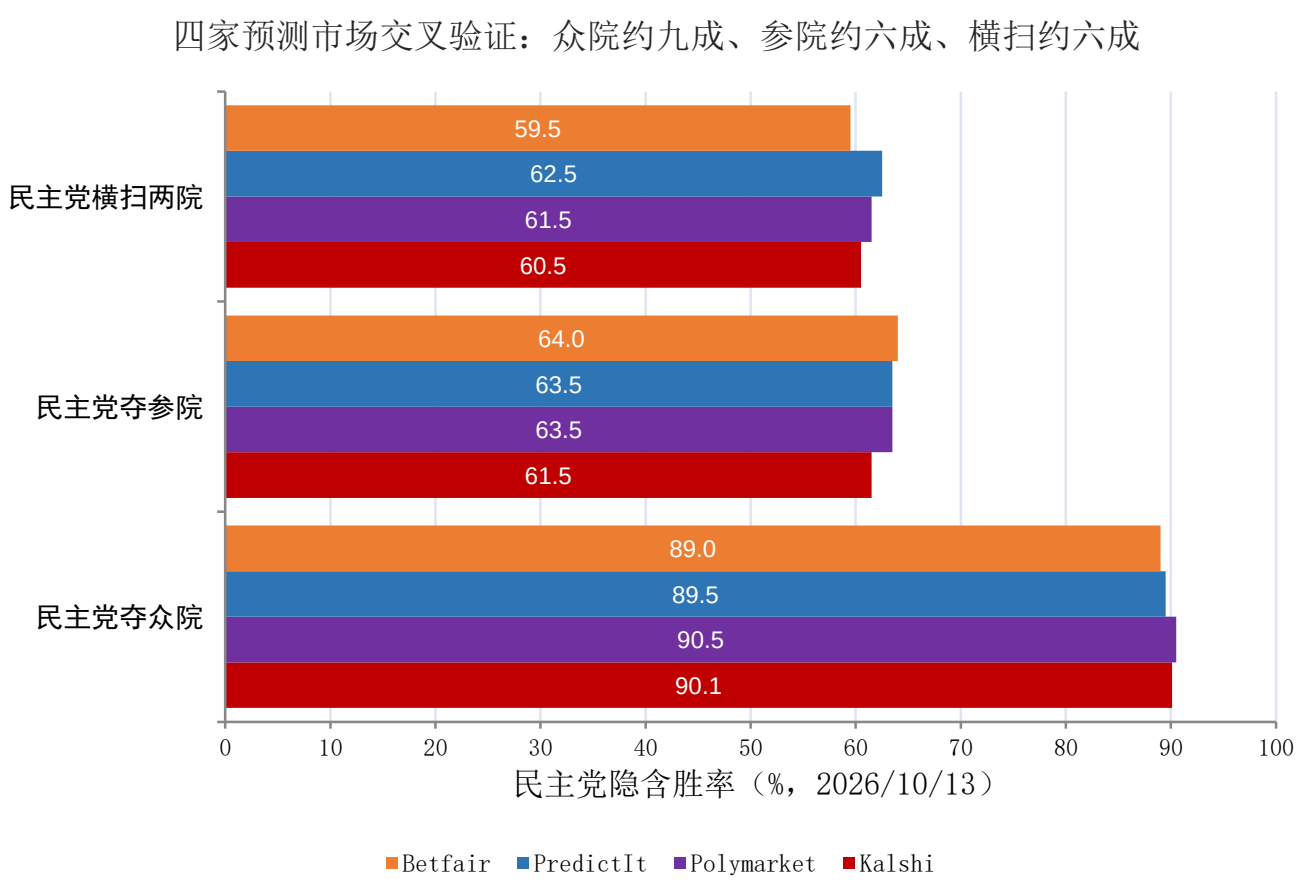


资料来源：Kalshi、Polymarket组合定价、PollsMax、RCP，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

预测市场交叉验证：四平台定价收敛，参院是分歧点



Kalshi	美国CFTC监管交易所；中选相关合约成交2.2亿张，机构参与度高
Polymarket	链上预测市场，反应最快；中选市场成交约1.1亿美元
PredictIt	学术出身、已获CFTC正式牌照（DCM）；学术研究：2024周期准确率93%优于同行
Betfair	伦敦老牌博彩交易所，政治盘历史预测记录佳

交叉验证结论：四平台定价高度收敛（极差≤3pct），“民主党夺众院”已接近共识定价；分歧集中在参院（64%）与横扫（59.5%—62.5%）——**参院是唯一的定价分歧点，也是交易量最集中的市场**（Kalshi参院控制合约成交1430万张）。

资料来源：Kalshi、Polymarket、PredictIt、Betfair Exchange，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

政策组合推演：分裂稳财政、横扫抬升不确定性、守住重启宽松

维度	分裂国会（约31%，定价或偏低）	民主党横扫（约60%，最高概率）	共和党守住（约10%）
货币政策	宽松诉求上升；2027/1票委轮换边际转鸽，利率路径面临重定价	联储独立性争议升温、政治压力加大，降息预期前置	紧缩容忍度更高，高利率维持更久
财政政策	新增财政扩张受限；跛脚鸭会期（12/11前）共和党或突击拔款	★预算僵局+停摆风险显著上升；加税须以2027年预算协调为前提（总统握否决权）	减税2.0+财政宽松延续，赤字与美债供给压力上行
地缘/能源	“压油价”诉求延续：美伊停火执行+喊话增产，油价中枢趋降	对伊政策争议上升，地缘溢价反复	对伊强硬+推动增产，油价中枢趋降
产业监管	监管议程冻结、维持现状；AI资本开支叙事不变	★/风险端：议程重启+加税预期，高估值成长承压	去监管延续（金融SLR放松），利好能源/金融/国防
国防/工业	FY2026盘子约1.05万亿（NDAA 9010亿+和解1523亿、同比+17%）已锁定；和解3.0或跛脚鸭会期压哨通过	拨款僵持或致新增项目延迟至2027；部分武器项目或被施压转民生，但地缘补库需求刚性	和解3.0快速通过+2027财年国防预算继续加码；制造业回流与关税政策延续
调查弹劾	众院委员会调查听证增加，行政议程转立法防御	★弹劾议程风险，政策不确定性溢价抬升	调查风险出清

资料来源：Kalshi/Polymarket定价，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与宏观：就业降温+通胀粘性=选民痛点，决定货币政策如何回应「类滞胀」

历次中选前的美国基本面（当年9月值）：红底=压力项（非农<0 / GDP<0 / CPI≥4.5% / 失业率≥7%）

中选年	新增非农（6MMA，万人）	失业率（%）	CPI同比（%）	核心CPI同比（%）	实际GDP同比（%）	联邦基金利率（%）	基本面组合特征
1970	-8.5	5.4	5.7	6.2	0.4	6.29	衰退+通胀高企
1974	5.2	5.9	11.9	10.2	-0.6	11.34	滞胀（石油危机）
1978	36.0	6.0	8.5	7.9	5.2	8.45	过热+二次通胀
1982	-20.9	10.1	4.9	5.9	-2.6	10.31	深度衰退+降息中
1986	16.7	7.0	1.8	4.2	3.1	5.89	温和扩张
1990	-2.0	5.9	6.2	5.5	1.7	8.20	衰退期（1990/7-1991/3）
1994	33.3	5.9	3.0	3.0	4.3	4.73	软着陆+预防式加息
1998	26.3	4.6	1.4	2.4	4.1	5.51	稳健（LTCM扰动）
2002	-3.7	5.7	1.5	2.2	2.1	1.75	复苏乏力
2006	13.1	4.5	2.0	2.9	2.3	5.25	温和扩张末期
2010	7.9	9.5	1.1	0.8	3.3	0.19	高失业弱复苏
2014	26.3	5.9	1.7	1.7	3.1	0.09	稳健复苏
2018	18.0	3.7	2.3	2.2	3.1	1.95	充分就业+加息周期
2022	37.8	3.5	8.2	6.6	2.2	2.56	高通胀+激进加息
历史均值	**13.3**	**6.0**	**4.3**	**4.4**	**2.3**	**5.18**	—
2026本轮	**6.6**	**4.2**	**3.7**	**2.4**	**2.2**	**3.88**	**就业降温+通胀粘性**

本轮（2026/9）：新增非农6MMA降至6.6万人（9月单月仅+2.9万）远低于历次中选中位数，失业率微升4.2%；CPI 3.7%仍高于2%目标——「就业降温+通胀粘性」加剧，是联储选前两难的根源。与中选的关联：通胀痛感=选民头号议题（41%）、直接压低现任政党选情；基本面组合决定中选博弈的政策起点。

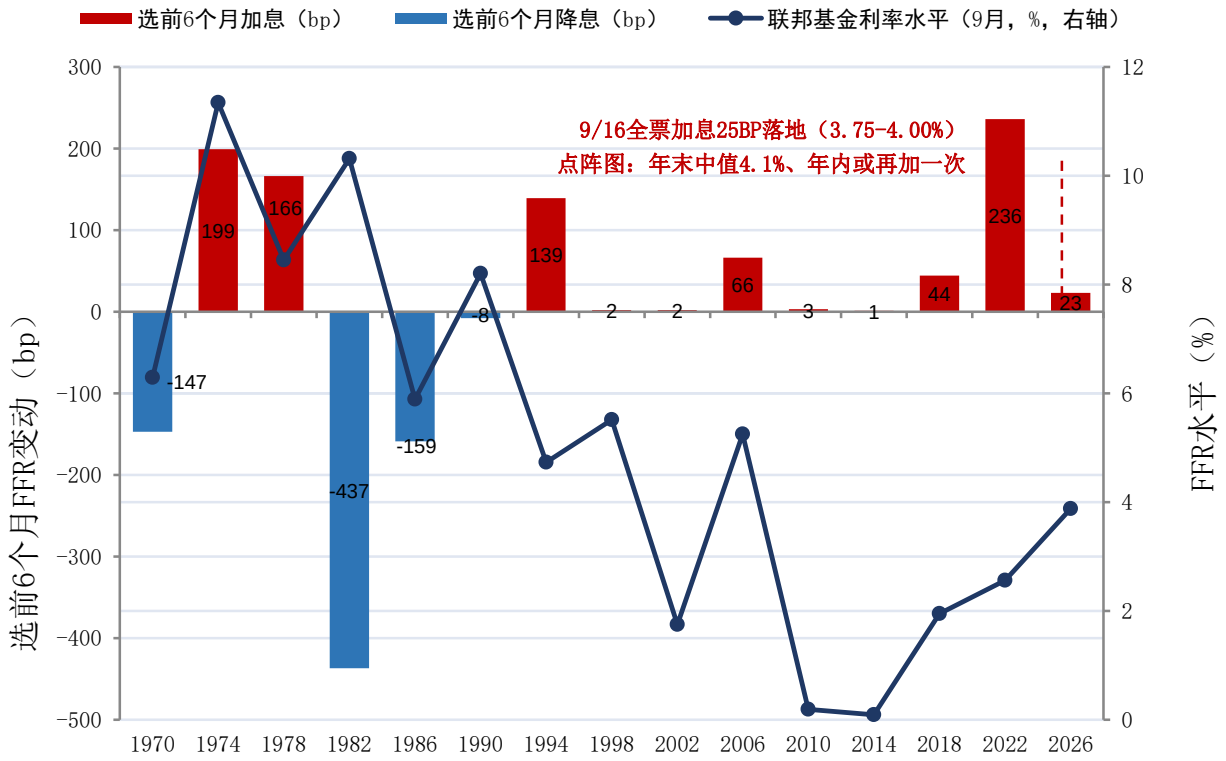
资料来源：FRED（PAYEMS、UNRATE、CPIAUCSL、CPILFESL、GDPC1、FEDFUNDS），华鑫证券研究计算

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与货币政策：中选年联储不转向，选后票委轮换为宽松预留空间

中选年联储姿态：选前6个月利率变动（柱）与利率水平（线）



FOMC票委结构：2027轮值（选后上任）票委显中立

票委构成	成员	倾向评估
常任票委（8席）	沃什（主席）、杰斐逊（副主席）、威廉姆斯（纽约联储）、鲍威尔、巴尔、库克、鲍曼、沃勒	中性为主（2偏鸽/1偏鹰）
2026轮值（4席）	洛根（达拉斯）、哈马克（克利夫兰）、卡什卡利（明尼阿波利斯）、保尔森（费城）	偏鹰：3鹰1鸽 7月3人异议→9月全票加息落地
2027轮值（4席，选后轮换）	古尔斯比（芝加哥）、巴尔金（里士满）、戴利（旧金山）、亚特兰大（待定）	中性为主 鹰派浓度下降

与中选的关联：中选年联储多延续既有路径、不受选举直接扰动（左图）；真正的改变在选后——2027/1票委轮换、鹰派浓度下降，叠加新国会的政治压力，为2027年政策转向预留空间；但「中选后10Y趋降」规律的启动，待通胀广度收敛信号。

资料来源：FRED；美联储官网FOMC成员与轮换机制、9月FOMC声明；CME FedWatch。华鑫证券研究

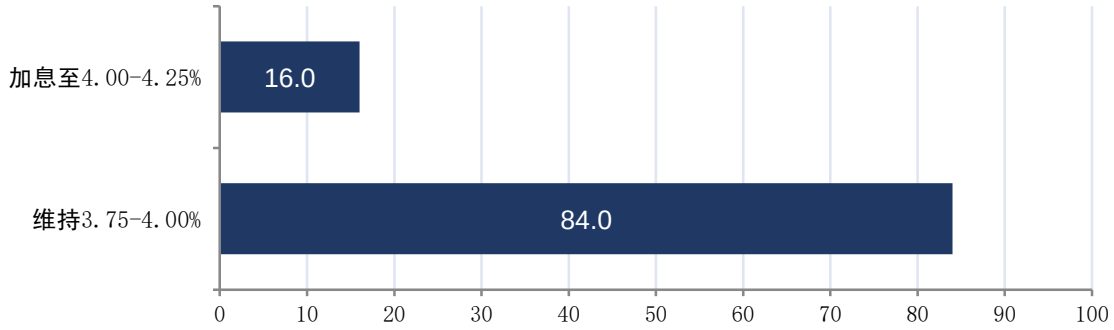
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

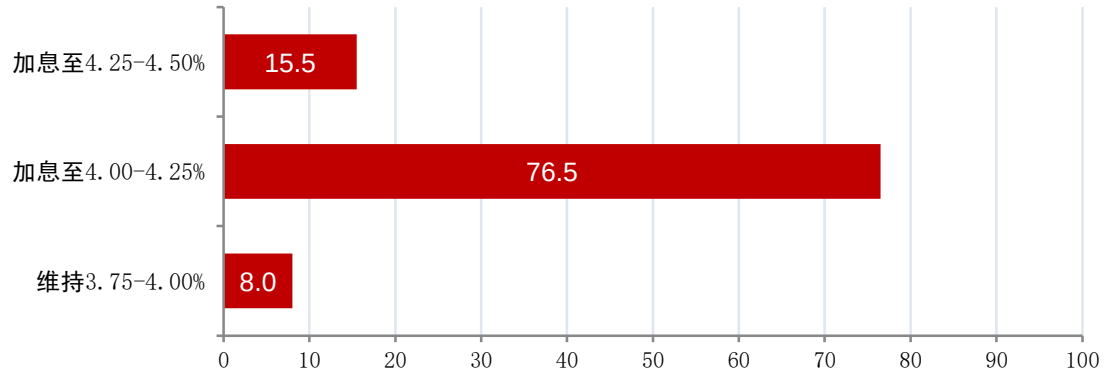
中选与FOMC前瞻：10月按兵不动定价约84%，12月加息概率近九成

CME FedWatch（截至10/19、blackout期）：10月按兵不动、12月加息25BP是主路径

10/28会议：按兵不动84%（9/17一度仅49%，CPI后加息概率48%→回落）



12/9会议：加息25BP概率76.5%、累计加息概率约92%



定价演变与交叉验证：10月加息概率自9/17的51%一路回落（10/14 CPI后曾反弹至48%），blackout期（10/17起）稳定在15-16%；9月点阵图年末中位数4.1%隐含年内再加一次；路透调查12/13家券商预期12月加息；Kalshi 10月加息定价28%（10/15）略高于CME——**市场与联储首次就「12月再加一次」形成一致预期；**

2027年路径：1月会议定价维持4.00-4.25%（46.6%）与再加一次（42.1%）几乎对半——**「最后一次加息」的确认取决于通胀广度收敛与中选后票委轮换（P21）**。

与中选的关系：10/28会议在投票前6天、且联储处blackout期——**投票前政策利率大概率停在3.75-4.00%，「紧缩最紧」恰是选情背景板**（高利率=通胀痛感的货币镜像）；12/9会议在选后——加息落地则「最后一次加息」叙事+选后票委轮换为2027转向预留空间，**构成美债收益率选后回落的政策条件（P33-37）**；若10月意外加息=短线尾部：利多美元、利空股债，并直接恶化共和党选情。

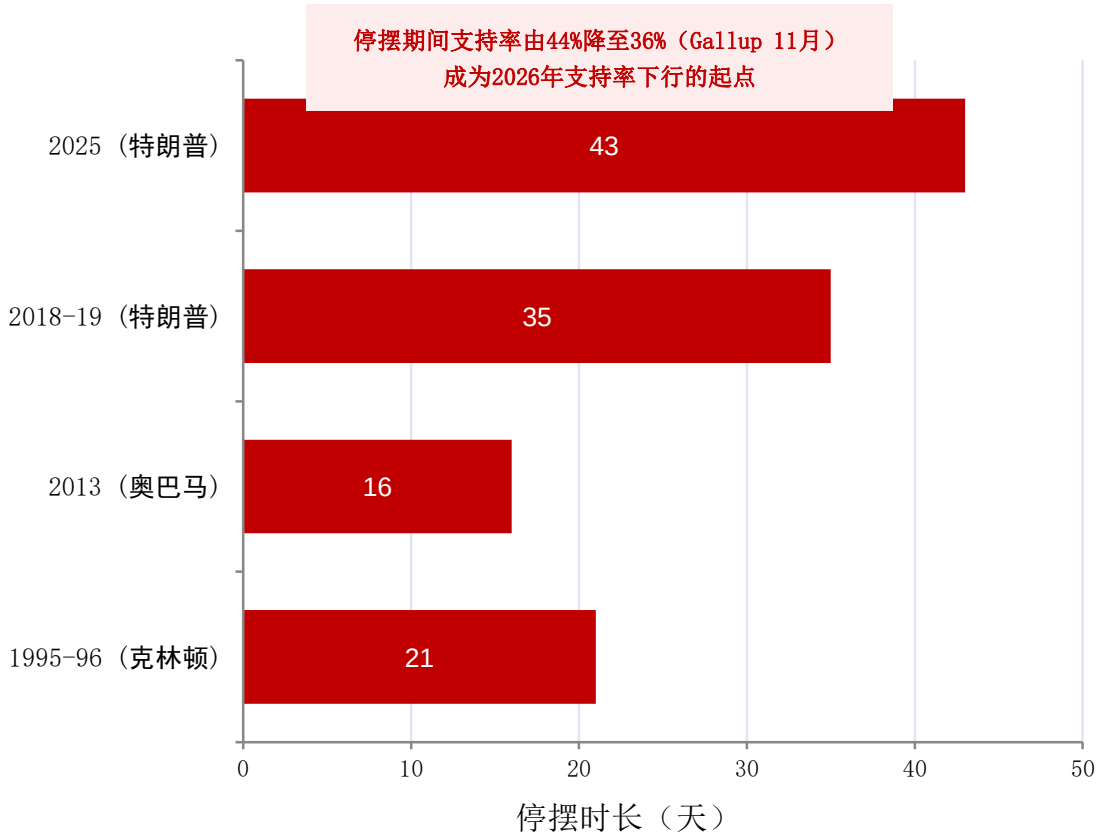
资料来源：CME FedWatch、美联储SEP、Kalshi、Reuters券商调查，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与停摆：结果改写跛脚鸭会期筹码，12/11到期=选后第一雷

2025年停摆43天为史上最长，直接重创特朗普支持率



12/11拨款到期：选后第一个风险窗口

- 9/2签署CR把财政决断主动推到选后——避免重蹈2025年停摆覆辙；
- 12/11到期时仍是旧国会（跛脚鸭会期）：**选举结果直接改变谈判筹码**——若民主党夺众院，共和党有动机在旧会期突击完成拨款；若横扫，拨款僵局叠加调查议程，停摆风险显著上升；
- 镜鉴2018年：中选后12月即发生35天停摆（边境墙分歧），叠加紧缩预期，标普500当月一度-9%；
- 历史规律：停摆本身对经济冲击有限（CBO估计2025年停摆拖累Q4 GDP年化增速约1-2pct），但**“跛脚鸭+新国会”的博弈结构会放大波动率**。

交易含义：停摆风险窗口（12月中旬）恰在“选后风偏抬升”规律启动之后——选后反弹的第一道压力测试；若拨款在旧会期突击落地，等于提前拆除风险，利好美债与防御资产。

资料来源：美国国会研究局CRS、CBO、Gallup、美国国会预算进程，华鑫证券研究

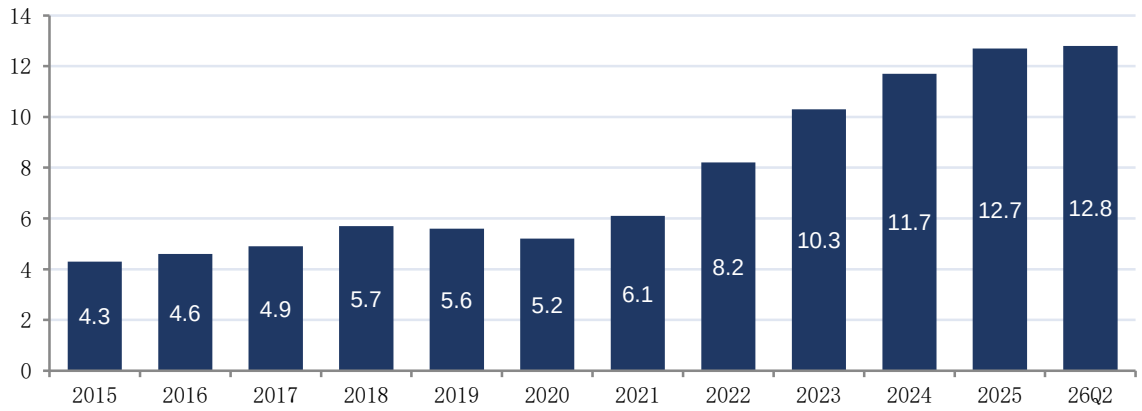
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

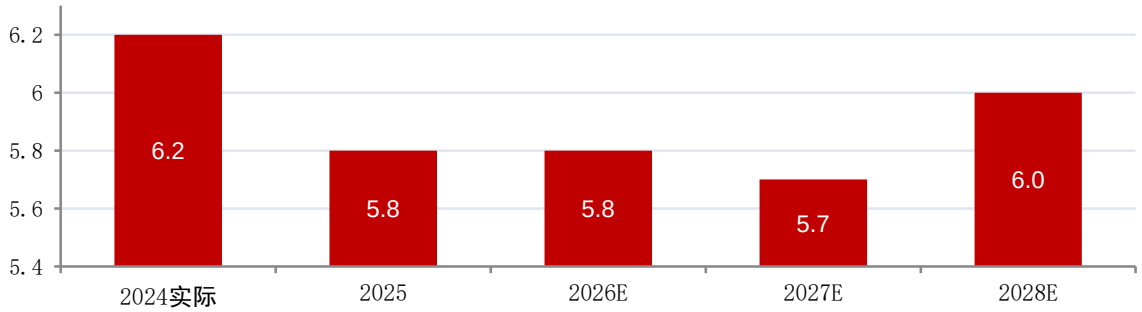
中选与财政：横扫/分裂→增量财政趋零助攻美债，守住→赤字上行

财政链拆解：存量赤字与中选无关，「增量财政」才由国会算术决定

联邦利息支出：年化约12.8千亿美元，为2019年的2.3倍



CBO基线（2026/2）：赤字率未来四年困于5.7-6.0%



民主党横扫（约60%）

预算僵局+停摆风险上升；加税/增支受否决权与协调门槛制约→**赤字被动沿基线**；和解3.0（950亿、**国防/情报为主**）僵持至明年→军工拨款节奏受扰

分裂国会（约31%）

新增财政扩张受限；跛脚鸭会期（12/11前）共和党或压哨通过和解3.0；2027年起**财政脉冲趋零**

共和党守住（约10%）

减税2.0+和解3.0压哨通过概率高→**赤字率上探6.5%+**，美债供给与期限溢价压力上行（唯一赤字上行通道）

过渡期（11/3→次年1/3）不是垃圾时间：1998过渡期弹劾克林顿、2018边境墙僵局→35天停摆、2020国会山认证冲突、2022压哨通过1.7万亿拨款。

对美债：横扫/分裂下财政脉冲趋零→长端供给担忧缓解，构成收益率回落助攻；守住两院才是赤字上行唯一通道（低概率）。2026财年赤字已较年初预计多1000+亿（CBO 10月估算），12/11拨款到期=第一检验点。

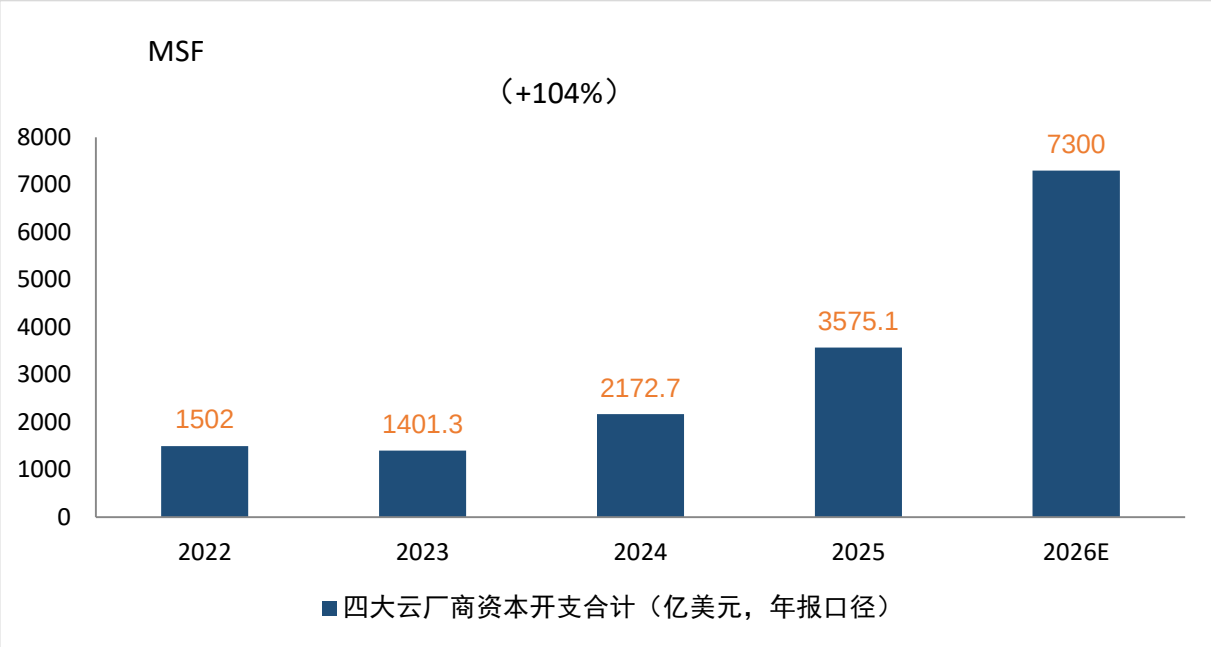
资料来源：CBO、FRED、美国财政部，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与AI：不改需求、改写成本端——横扫直击估值最拥挤部位

AI产业拆解：联邦管「预期与监管」、地方管「AIDC落地现实」



需求端仍在加速：2026H1 实际 3,007 亿（微软729 / 谷歌806 / 亚马逊963 / Meta509）、全年指引中值 7,325 亿、H2 隐含约 4,318 亿；2027年市场共识约9350亿、逼近1万亿量级。

结构变化：债务融资占capex比例由FY2024的9%升至2026年中的32%（trailing），资本开支对融资成本与信用条件的敏感度上升——**高利率维持更久本身就是AI链的压制项；10月中旬AI债务担忧下CoreWeave单周-25%、纳指-4.5%，信用敏感性已从叙事变成价格。**

联邦：预期与监管

- **横扫（约60%）：**反垄断/AI监管议程重启——审计测试、合规成本、企业税上调预期→直接压制高估值成长；**盘面已现「反特朗普交易」：资金提前定价民主党上台的监管利空；**
- **分裂（约31%）：**监管议程冻结、维持现状，AI资本开支叙事不变；
- **守住（约10%）：**去监管延续（并购放行、金融SLR放松），监管溢价出清。

地方：AIDC落地现实

- 本次同步改选**36个州州长（两党各18席）**；数据中心落地卡在州级土地、环境与电网审批；
- 10个「有竞争性且建设规模大」的州合计规划**67.4GW数据中心，与美国现役容量相当**——州长归属直接改变审批与激励取向；
- 两党候选人均少见无条件支持数据中心；**电价分担规则**已成为地方竞选议题（得州等AIDC涌入州居民电价上行）→建设节奏与成本分摊存变数。

结论：中选改写的不是AI需求、而是成本端与估值端——联邦监管预期+地方审批/电价约束。横扫情形的尾部风险直击AI叙事最拥挤部位（前10大权重37.9%），压力集中在2027年政策落地期。

资料来源：I/O Fund, StockAnalysis，Bloomberg、FactSet、Epoch AI、Distilled、各公司年报（10-K），美国普查局建筑支出数据，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与调查弹劾：横扫→传唤权易手，不确定性溢价直击拥挤部位（尾部风险）

调查与弹劾：传唤权随多数党易手，是横扫情形最具体的产业冲击

过渡期（11/3→次年1/3）八周：立法与调查高发窗口

1998	中期选举后过渡期，众议院弹劾克林顿
2018	边境墙拨款僵局→35天政府停摆
2020	国会山认证冲突，总统权力交接危机
2022	跛脚鸭会期压哨通过1.7万亿综合拨款
2026	看点：12/11拨款到期+和解法案3.0+若权力易手的交接博弈

民意基础：89%美国人认为政府腐败普遍存在（Gallup，2026/9）→调查听证具备民意土壤；企业界已在防御性准备——秋季游说登记激增，为权力易手预作布局。

传唤权的产业冲击映射：横扫情形下的潜在调查名单

领域	潜在议题	涉及对象
科技	政府合同+反垄断	Tesla/SpaceX、Palantir、OpenAI、亚马逊、苹果
消费	定价与劳工	麦当劳、沃尔玛、财捷（Intuit）
媒体	并购审查	派拉蒙-华纳合并交易
平台	垄断定价	Live Nation

- 众院各委员会**传唤权随多数党易手**：横扫→2027年听证+传票密度显著上升；
- 行政议程转入立法防御，弹劾议程风险抬头（不确定性溢价抬升）；
- 冲击集中于与政府合同、并购审查、反垄断相关的板块——与AI/科技拥挤部位重叠；
- 分裂情形：仅调查听证增加、无弹劾动能，冲击边际可控。

结论：调查/弹劾是横扫相对利空美股的「不确定性溢价」传导渠道——不立即改变盈利，但提高折现率、压制估值；且与拥挤交易部位高度重叠，放大波动。尾部风险：调查-弹劾循环一旦启动将自我强化（听证→传票→弹劾动议→政治对抗升级），是横扫情形美股的左翼尾部，与加税/监管尾部共振。

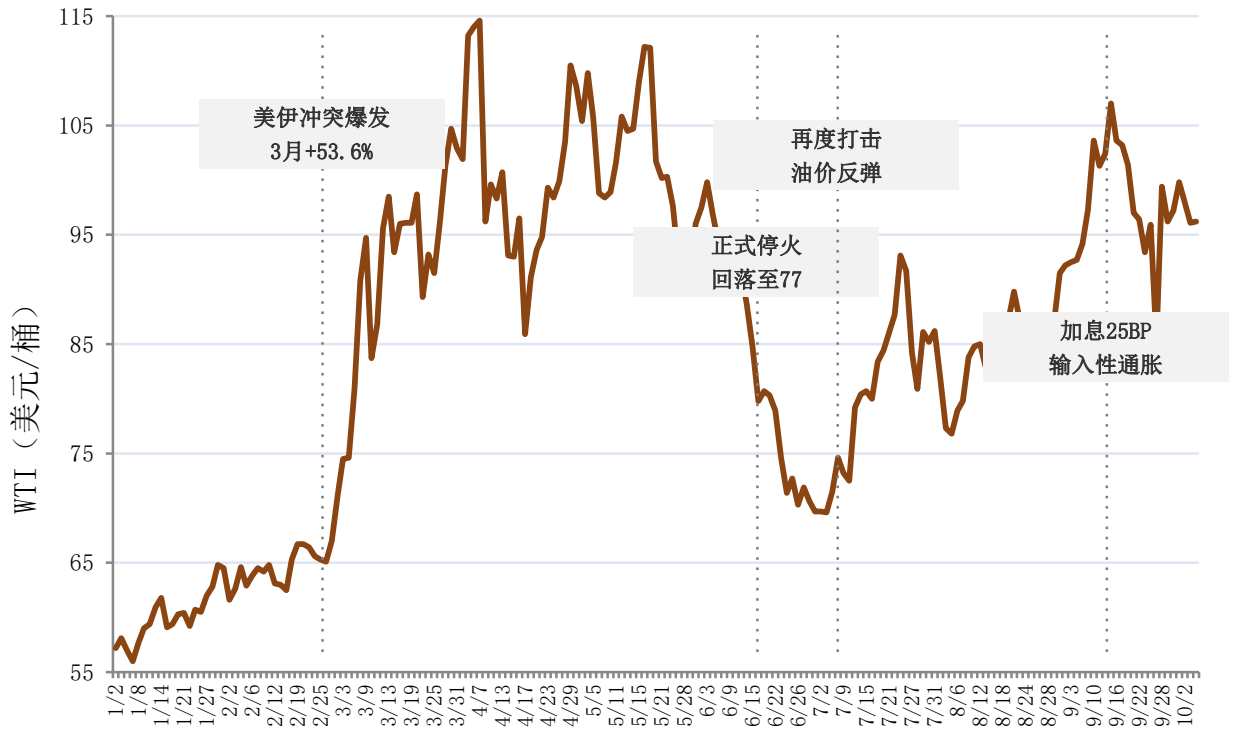
资料来源：Gallup、美国国会研究局（CRS）、美国参议院历史办公室，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

中选与地缘：压油价=抗通胀=保选票，停火破裂是最大单边风险

油价=本轮中选最特殊变量：地缘→通胀→利率→选票



三情景产业影响：传导机制→方向（与P19政策推演一致）

行业	传导机制（怎么推导）	横扫60%	分裂31%	守住10%
能源	通胀=头号议题→「压油价=保选票」：停火执行+喊话增产；横扫→对伊争议上升	溢价反复	中枢趋降	中枢趋降
AI/科技	监管框架在联邦（P26）：横扫→反垄断+加税预期→压估值；10/28-29 Mag7财报=选前最后验证	承压	现状延续	利好
金融	守住→SLR放松+并购放行；横扫→强监管预期	压制	中性	利好
国防军工	存量已锁定（FY2026约1.05万亿、+17%）、与中选弱相关；增量分歧：1.5万亿扩军计划横扫下搁浅风险上升（金穹/黄金舰队等标签项目最脆弱）——军工ETF自7月初-14.7%（同期标普+2.8%）已在定价	增量承压	受益	受益+
工业/基建	AIDC+电网建设外溢（10州67.4GW规划≈现役容量）+制造业回流政策延续	结构性受益	受益	受益
对华链	吉隆坡安排2027/1到期：分裂→会晤成果延续；横扫→强硬是两党共识；守住→续期存疑	摩擦反复	延续	存疑

链条闭环：油价回落（停火执行）→输入性通胀缓解→联储年内再加一次的必要性下降→10Y回落→成长股估值修复、选民通胀痛感下降。反之，若美伊停火破裂、油价重回100美元上方，则同时利空共和党选情与美股——**地缘是本报告最大的单边风险**。

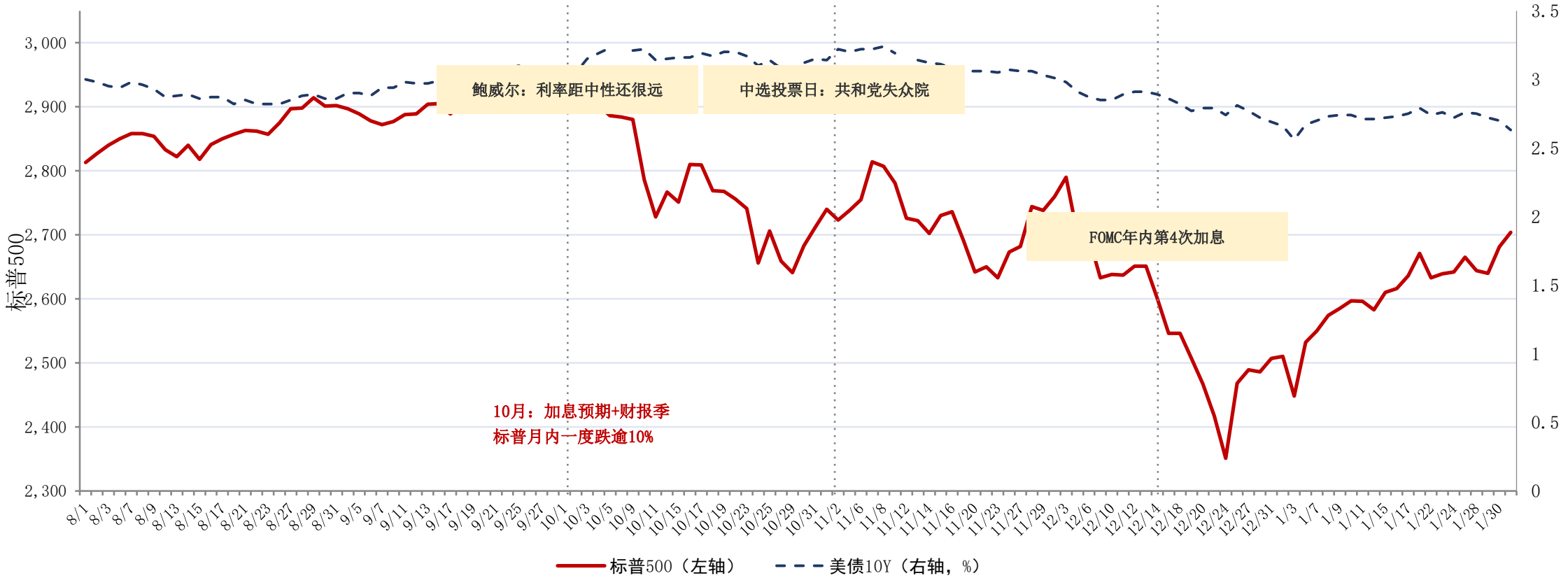
资料来源：FRED、新华社，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

2018镜鉴：选前紧缩10Y冲高24bp+标普急跌，选后10Y回落61bp

2018年教训：中选冲刺期遭遇超预期紧缩，标普500选前急跌（10/3鲍威尔讲话→12月才见底）



本轮映射（图中深色虚线=美债10Y，右轴）：2018年选前超预期紧缩——**10Y由8月初3.00%冲高至11/8的3.24%（+24bp）**，标普500自10/3一度跌近20%、12/24才见底；选后紧缩暂停，**10Y两个月回落61bp至2.63%**。本轮9/16加息落地、10Y已破5.2%——若历史重演，中选后「美债收益率回落+美股筑底」同步发生，启动条件=通胀广度收敛或就业走弱证据。

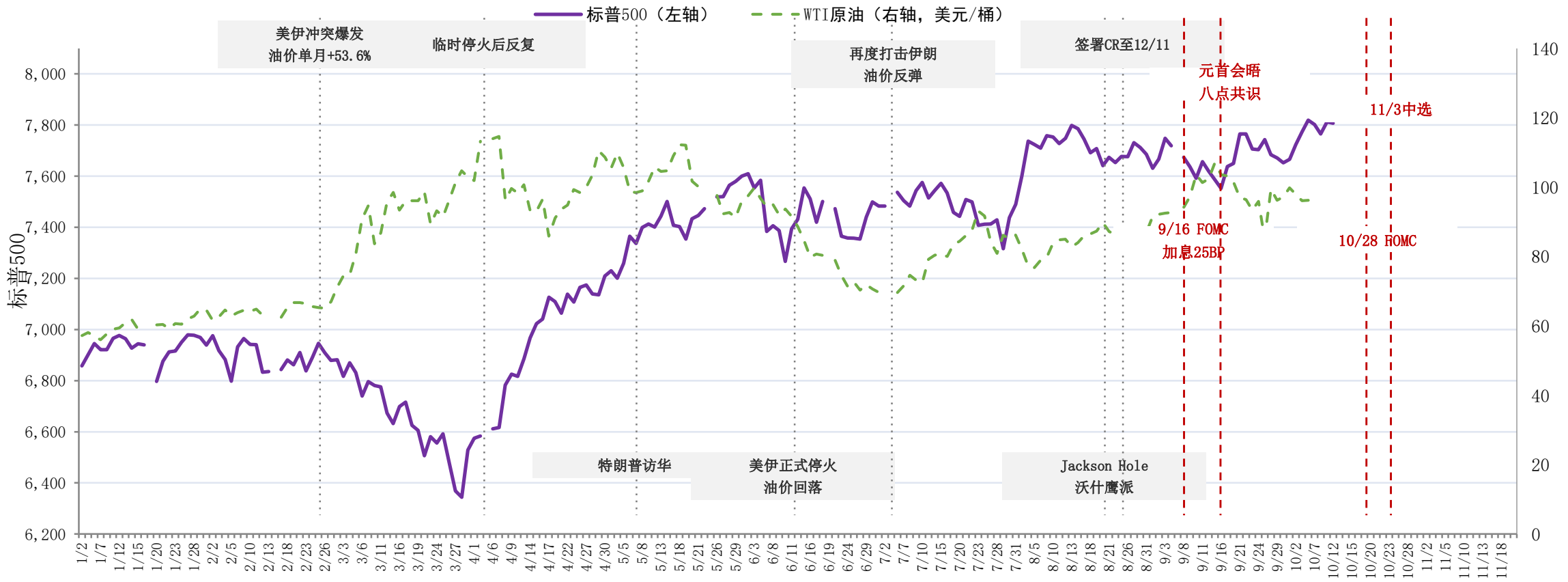
资料来源：EIA，FRED，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

2026年映射：压制链持续演绎，加息落地后进入选前冲刺

2026年：地缘冲突推高油价与通胀 → 联储转鹰压制估值 → 加息落地，选前冲刺聚焦10月FOMC与中选



资料来源：FRED，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

03 资产影响

交易结构验证、历史复盘与配置含义

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

仅供内部参考，请勿外传

民调偏横扫、交易偏分裂：劈叉本身就是定价信息

民调模型69%→交易市场60%：逐级折价本身就是定价信息

民调与模型侧：指向横扫

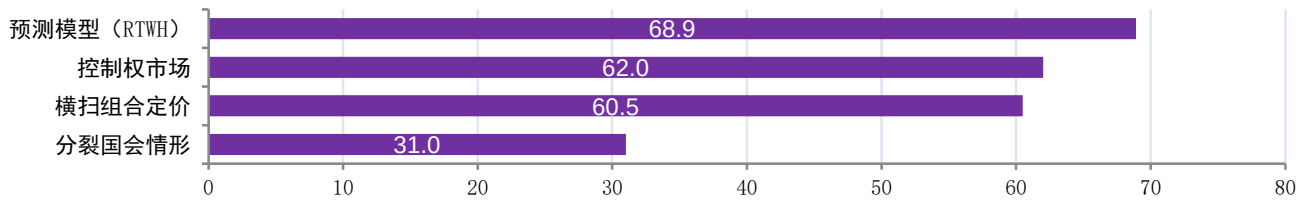
- 评级机构：偏向民主党席位合计214→231，已越218多数线；
- 通用选票：民主党领先+7.9pct（RCP，9/16-10/5）；
- 预测模型：RTWH模型给民主党夺参院68.9%；
- 州级市场加总：35场参院单场定价隐含民主党夺参院约65%；
- 支持率：特朗普约37%，二战后总统中选年同期最低区间。

市场交易侧：逐级折价、更保守

- 控制权市场：参院民主党62%、横扫60.5%（Kalshi BoP合约成交3800万张）——**低于州级加总的65%、模型的68.9%**；
- 资产端同向印证：Kalshi定价年末10Y<5%概率68%（押注财政受限的分裂/横扫交集）；5Y期货投机净空88.1万张（3年极值）；美股新高但广度恶化——资金在为不确定性买保险。

为什么交易端更保守？三层折价：① **民调误差记忆**——2016/2020民调两度系统性偏向民主党，交易员对民调映射自动打折；
② **对冲溢价**——控制权合约被机构用作政治风险对冲，价格含"保险费"、不纯是概率；
③ **联合概率的非线性**——参院翻转=民主党"连下四城"（翻转NC+守住GA/MI+在ME/OH/TX/IA/AK五席中再取三席），各州胜负高度相关：宏观环境若反转，所有摇摆席同向摆动，联合胜率低于单场加总的直觉。

我们的判断：横扫是概率最高的单一情形、但并非大概率事件（真实概率或更接近五成），分裂（约31%）被相对低估。**投资含义：**横扫/分裂的交集——美债趋降+美元偏弱——置信度最高；美股方向上，分裂情形的修复价值被低估，横扫尾部（2027年盈利下修+监管溢价）定价最不充分。



注：控制权市场/横扫组合=四平台交易定价（10/13）；分裂=组合定价（与前两者不互斥）。另：州级市场单场加总约65%，介于模型与控制权市场之间——折价逐级清晰，分裂被相对低估。

资料来源：Kalshi、Polymarket、PredictIt、Betfair、Race to the WH模型、DeFi Rate、RealClearPolling、CFTC，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

大类资产复盘：中选“前弱后强”，10月起风险偏好系统性改善

中选前后大类资产表现（1970年以来历次会议均值）：前弱后强，10月起风险偏好系统性改善

资产　窗口	前6个月	前3个月	前1个月	中选当月	后3个月	后半年
标普500	-3% 胜率43%	0% 胜率43%	+1% 胜率50%	+3% 胜率79%	+6% 胜率86%	+14% 胜率100%
纳斯达克	-4% 胜率46%	0% 胜率46%	+3% 胜率77%	+4% 胜率69%	+10% 胜率85%	+20% 胜率100%
沪深300	+4% 3/5次	+2% 3/5次	+1% 3/5次	+6% 4/5次	+22% 4/5次	+53% 4/5次
黄金	+4% 胜率57%	+6% 胜率71%	+1% 胜率50%	0% 胜率50%	+4% 胜率64%	+5% 胜率79%
WTI原油	+4% 胜率30%	+4% 胜率50%	-5% 胜率30%	-8% 胜率20%	-6% 胜率40%	+3% 胜率50%
美元指数(广义)	+3% 胜率60%	+2% 胜率60%	0% 胜率60%	0% 胜率40%	0% 胜率40%	-2% 胜率20%

资料来源：FRED、世界银行Pink Sheet（黄金）、Wind、Kenneth French数据库，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

资产分情形推演：高概率情形有条件交集=美债回落+美元偏弱，分歧在美股

维度	分裂：共和党参院+民主党众院	最高概率：民主党横扫两院	概率较低：共和党守住两院	相对市场预期的意外程度
市场概率	约31%（定价或偏低）	约60%（最高概率，9月以来快速上行）	约10%	—
政策组合	新增财政扩张受限、拨款谈判艰难、调查听证增加；对华关税不加码	共和党立法议程受阻、预算与人事谈判阻力上升、调查听证强化；加税须以2027预算协调为前提（总统握否决权）	减税2.0+关税再加码+去监管，财政宽松延续	—
美股	财政受限+监管冻结+利率回落→压制缓释、震荡修复（相对利多）	加税+强监管+不确定性溢价→相对利空；60%已部分定价→短期冲击有限，压力在2027政策落地期（直击拥挤度最高部位）	MAGA交易重启：风偏抬升，能源/金融/国防领涨	守住>分裂>横扫；横扫利空定价最不充分=尾部风险
美债10Y	新增财政扩张受限+利率筑顶→收益率回落（历史：选后3月-22bp）	避险+财政受限→收益率下行	财政扩张预期→长端易上难下	—
黄金	实际利率回落+避险残留，震荡偏强	避险脉冲，先强后稳	实际利率上行承压	—

交叉验证：横扫与分裂（合计约九成）交集=美债收益率回落+美元偏弱（有条件判断：约束在通胀广度、就业与政策利率路径），分歧在美股方向与节奏。注意区分结果揭晓后的短期反应与2027年政策落地后的中期影响——最高概率情形兑现未必产生最大行情（横扫60%已大部分定价），最大意外是共和党守住两院（仅10%）：若兑现，短期MAGA交易反弹最强。「选后半年+14%」为无条件历史均值，不等于横扫情景兑现后的预期收益（2018年不确定性+紧缩，底部延后至12月）。

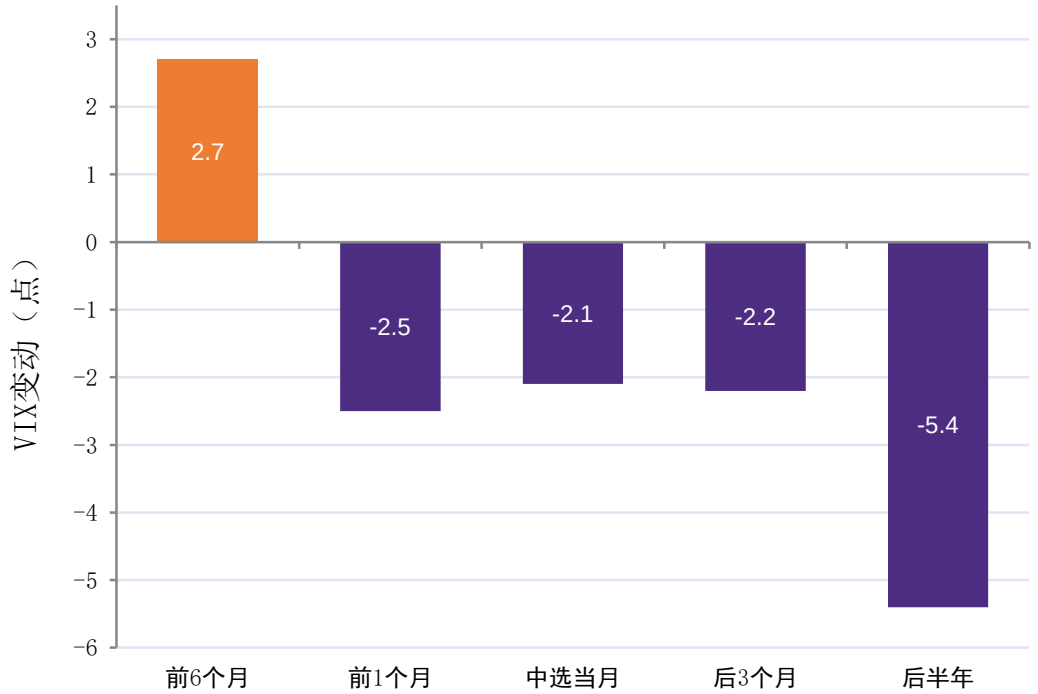
资料来源：Kalshi，Polymarket，华鑫证券研究

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

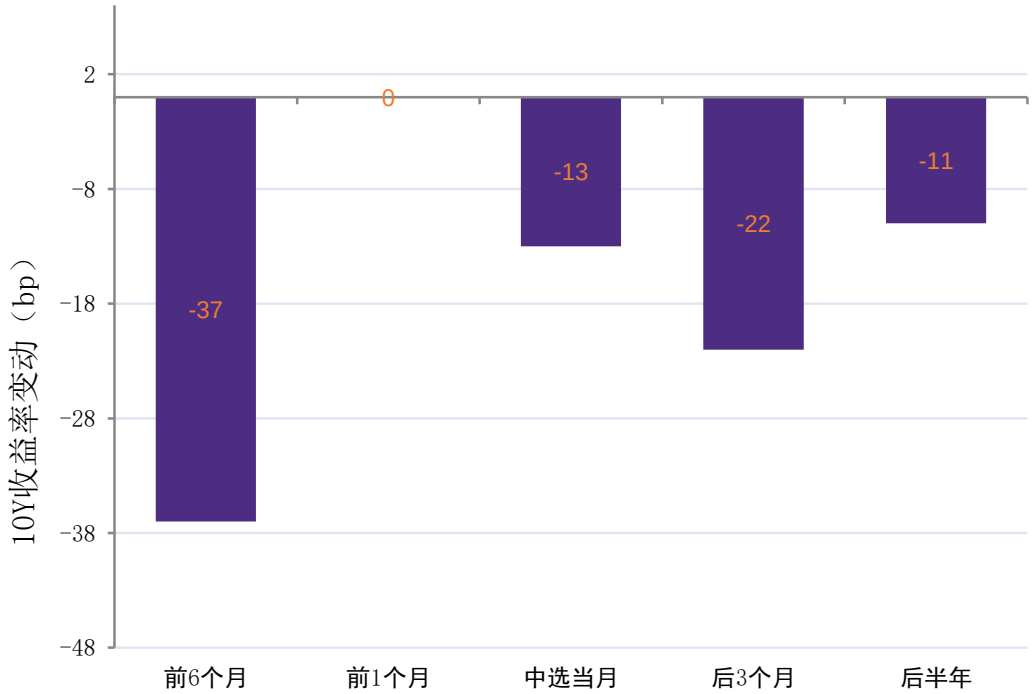
仅供内部参考，请勿外传

美债与波动率：VIX选前冲高、选后回落，10Y收益率中选前后趋降

VIX：选前冲高、选后系统性回落（1990年以来9次中选，点位变动）



美债10Y：中选前后收益率趋降（1970年以来14次中选，bp变动）



本轮含义：9/16加息落地，“选前利率冲高”已兑现（10Y由5.0%升至5.2%上方）；“中选后利率下行+VIX回落”规律的启动时点取决于通胀广度收敛与10/28 FOMC信号。

资料来源：FRED，华鑫证券研究计算

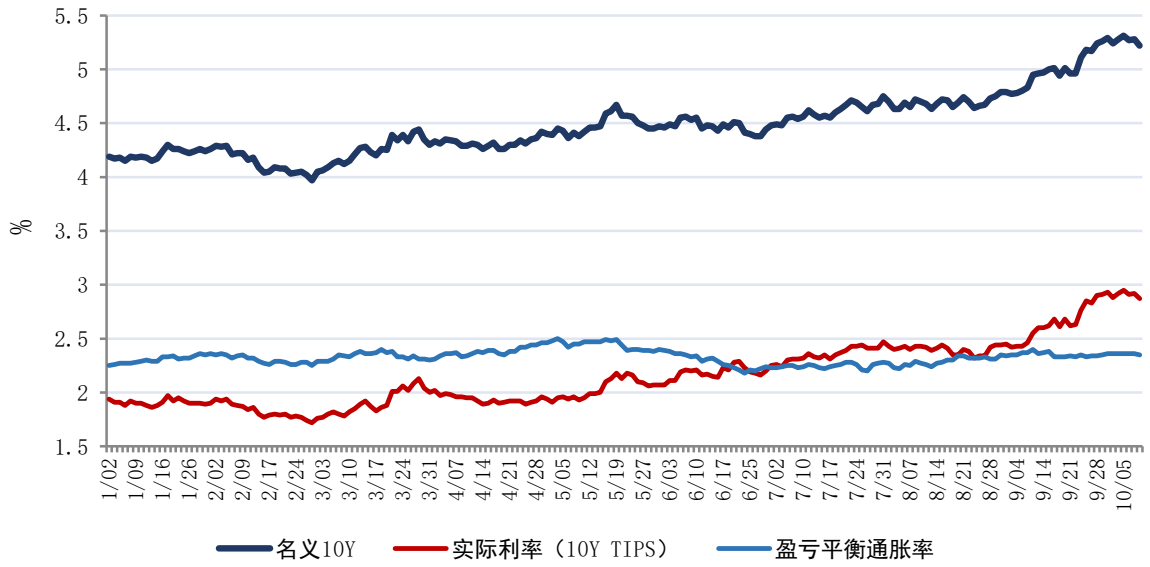
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

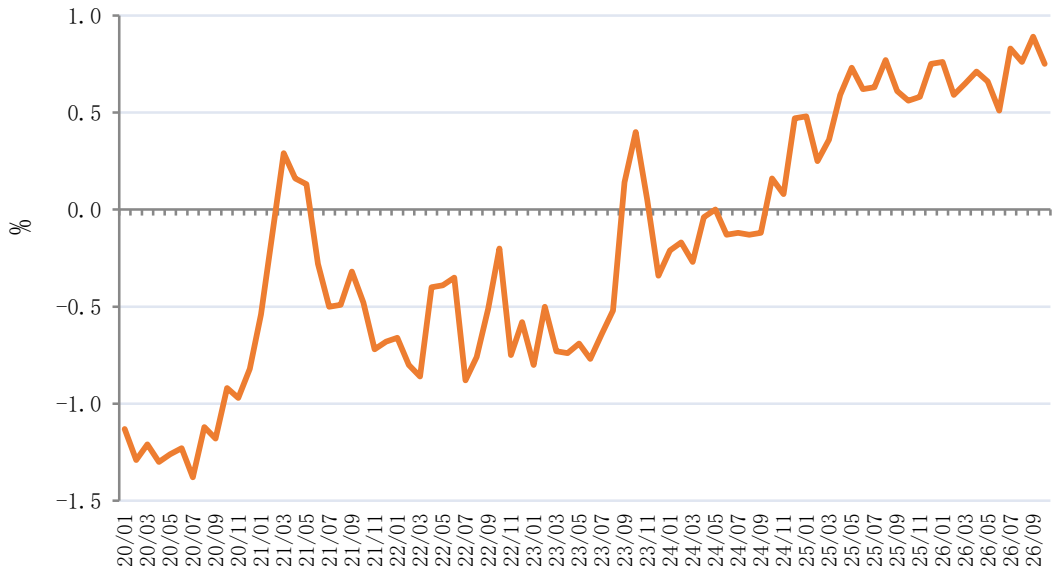
美债拆解：上行约90%来自实际利率，通胀预期锚定=回落空间在分母端

10Y上行结构拆解：约90%由实际利率贡献，通胀预期仍锚定——回落空间集中在分母端

年内10Y +103bp = 实际利率+95bp + 通胀预期仅+8bp



期限溢价：年内0.70→0.98→0.75，财政担忧已部分定价



① 实际利率（第一波下行驱动）

实际利率=市场对「钱有多贵」的定价，由联储紧缩驱动：年内+103bp中95bp来自它；通胀预期+8bp仍锚定2.33%——**通胀广度收敛、紧缩暂停后，实际利率回落直接压低名义利率**，且不伤「通胀受控」叙事

② 期限溢价（第二波下行驱动）

期限溢价=长债投资者要求的额外补偿，定价财政供给担忧：0.75%已计入赤字；**横扫/分裂（合计约90%）下增量财政趋零→溢价回落**；守住两院（约10%）才会推升

③ 需求端（外资+仓位）

投机空头拥挤（5Y净空88.1万张，P33）提供轧空弹性；高收益率本身吸引配置盘——10Y≥5%已超过多数机构年末目标，**收益率越上行、多头安全边际越厚**

资料来源：FRED、纽约联储ACM期限溢价模型、CFTC，华鑫证券研究

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

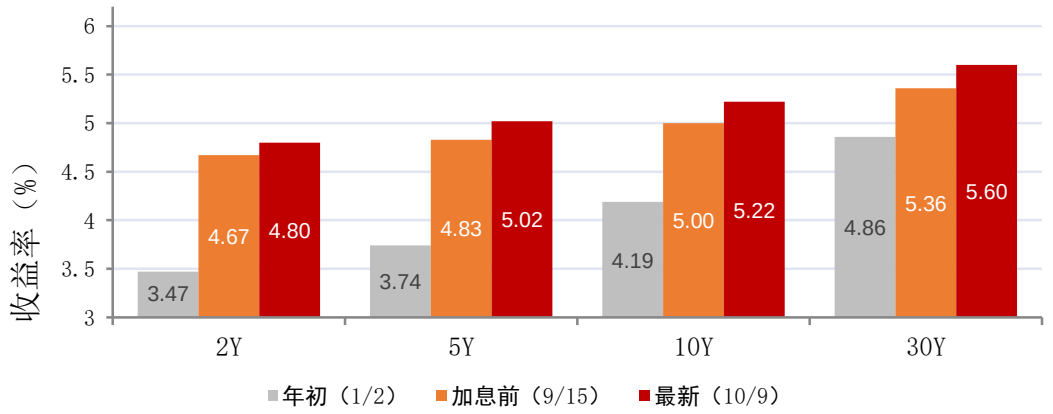
仅供内部参考，请勿外传

美债：历史规律、曲线形态与仓位结构四重印证收益率趋降

历次中选前后美债10Y变动（bp，月末值）：选后3个月9/14次下行；红色=加息周期年份

中选年	选前6月	选前1月	选后3月	选后6月
1970	-49	4	-124	-125
1974	13	-15	-26	52
1978	72	40	-1	39
1982	-316	-102	9	-44
1986	-4	-11	-16	87
1990	-39	-17	-62	-63
1994	75	19	-21	-74
1998	-104	20	2	72
2002	-118	30	7	-4
2006	-46	-3	22	2
2010	-106	10	79	69
2014	-32	-17	-67	-30
2018	20	10	-52	-64
2022	121	27	-58	-66
均值	-37	-0	-22	-11
中位数	-36	7	-18	-17

利率曲线三时点：年内熊平（2Y+133bp ＞ 30Y+74bp）



① **曲线结构：**年内熊平=紧缩主导而非财政供给主导（2Y+133bp>10Y+103bp>30Y+74bp）；通胀广度收敛后短端下行空间更大；

② **仓位拥挤：**5Y期货投机净空88.1万张（3年极值）、杠杆基金净空185.8万张（CFTC，9/22）——拥挤空头提供轧空弹性；

③ **市场定价：**Kalshi年末10Y≥5%概率仅32%（当前5.22%），≥5.15%仅20%；

④ **机构分歧未拥挤：**空方PIMCO警告10Y或触6%、BofA（5月）曾预计2027H2才降息，6月已转向年内加息；多方DoubleLine将债券列为组合锚——分歧存在意味着多头趋势尚未拥挤；

⑤ **历史细节：**加息周期年份（1978/1994/2018/2022，左表红行）选前6月10Y均上行（+20~+121bp）、选后3月**全部回落**（-1~-58bp）。

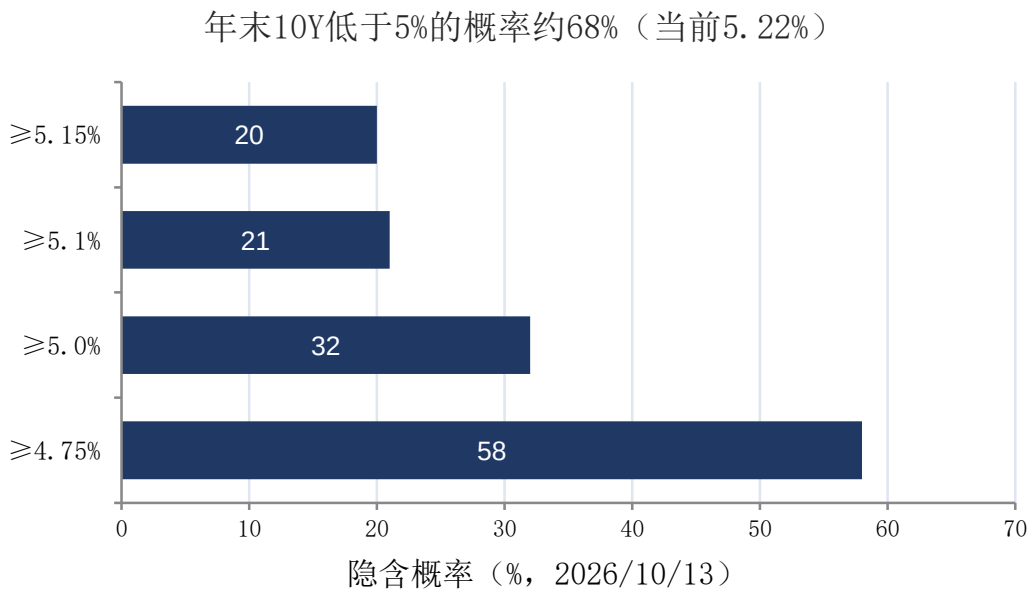
结论：历史规律+市场定价+仓位结构+曲线形态四重印证——10Y高位筑顶、选后趋降，第一目标5.0%下方；转空信号=通胀广度不收敛、10/28 FOMC转鹰、油价重回100美元上方。

资料来源：FRED、Kalshi、CFTC COT、FT、CBS、DoubleLine，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

美债：市场定价年末低于5%，空头拥挤支撑收益率回落



	看多美债（收益率下行）	看空信号（收益率上行）
论据	中选后财政受限（分裂/横扫交集）；历史选后3月-22bp；投机空头拥挤（5Y净空88.1万张、3年极值）→轧空弹性；DoubleLine等将债券列为组合锚	通胀粘性（9月CPI 3.7%）；PIMCO（Ivascyn）警告10Y有触6%风险；赤字与供给压力（长端5.5%）
交易结构	Kalshi年末<5%概率68%；空头回补空间大；选后波动率回落规律	10/28 FOMC若再加息+12/11停摆风险，短端先承压；期限溢价仍在高位

结论：10Y收益率高位筑顶、选后趋降，第一目标位5.0%下方。理由：①两种高概率情形（分裂31%+横扫60%）都指向新增财政受限；②市场已用真金白银定价（年末<5%概率68%）；③空头拥挤提供轧空弹性。**约束条件（转空信号）：**通胀广度不收敛、10/28 FOMC再加息且措辞鹰派、美伊停火破裂油价重回100美元上方——三者任一兑现，收益率下行时点推迟至2027年。

资料来源：Kalshi、CFTC COT、FRED、FT、CBS（BofA）、DoubleLine Round Table 2026，华鑫证券研究

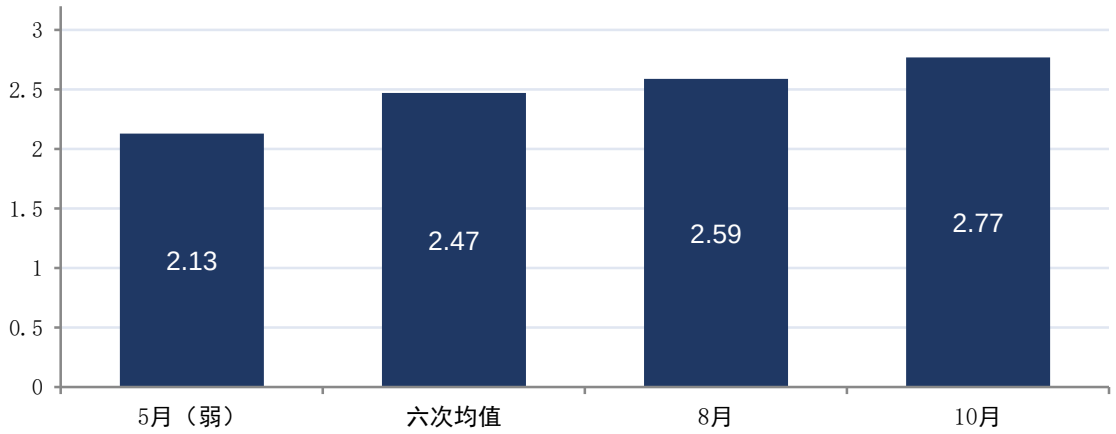
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

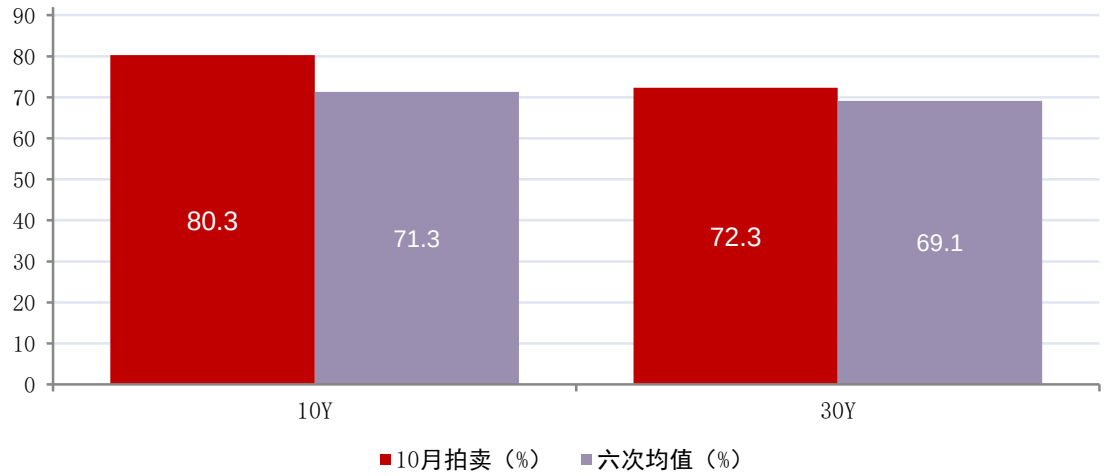
美债交易面：5%上方配置盘回归，强拍卖+空头拥挤=下行弹性

拍卖与仓位：5%上方真实需求被激活，强拍卖+空头拥挤=收益率下行弹性

10Y拍卖认购倍数：10月2.77x达区间顶部（中标5.30%仍低于WI 1.7bp）



间接认购占比（外资/配置盘代理）：10Y重回80%上方



① 配置盘回归 10Y中标利率5.30%（较上月+47bp）仍获2.77倍认购、97%被非交易商拿走——收益率>5%激活真实配置需求；

② 外资回流 3月外资持债余额减少约2,400亿美元（含估值损失），4-5月同为净买入；10月10Y间接认购80.3%、30Y 72.3%（均超均值）——抛售潮已逆转；

③ 供给测试点 11/4季度再融资公告（选举次日）+12月拍卖=下一个供给观察窗；财政部回购操作持续支持流动性；

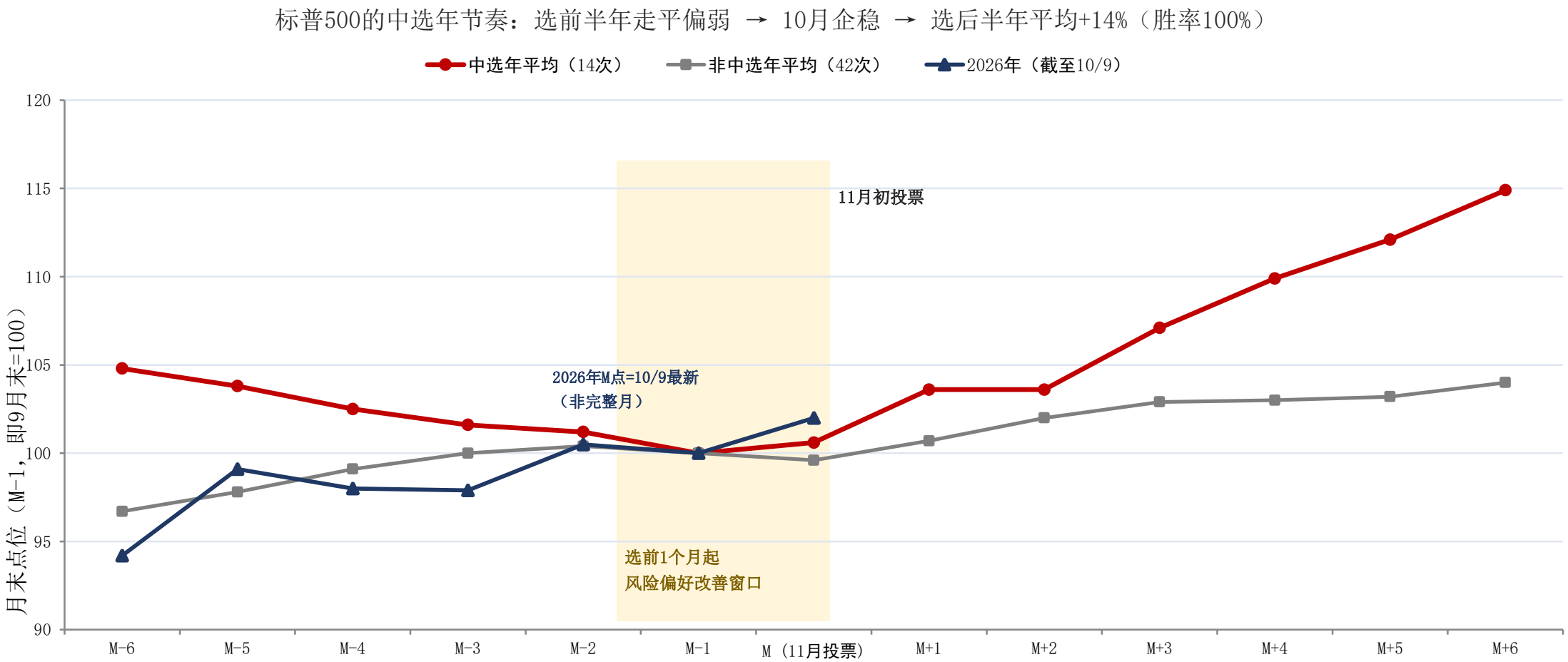
④ 空头拥挤 5Y期货投机净空88.1万张（3年极值，P34）——强拍卖+轧空共振，收益率下行弹性大于上行风险。

资料来源：美国财政部TreasuryDirect拍卖结果、美国财政部TIC、CFTC、Bloomberg，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

美股节奏：选前半年走平偏弱，选前1个月进入改善窗口，选后半年+14%



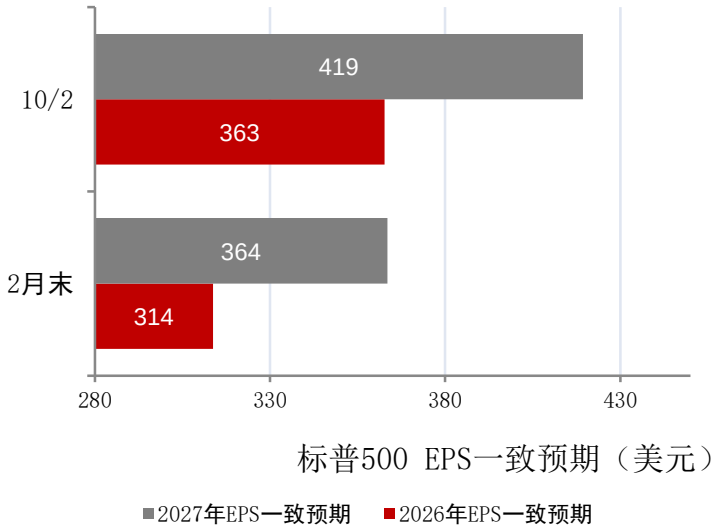
资料来源：FRED、Shiller标普，华鑫证券研究

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

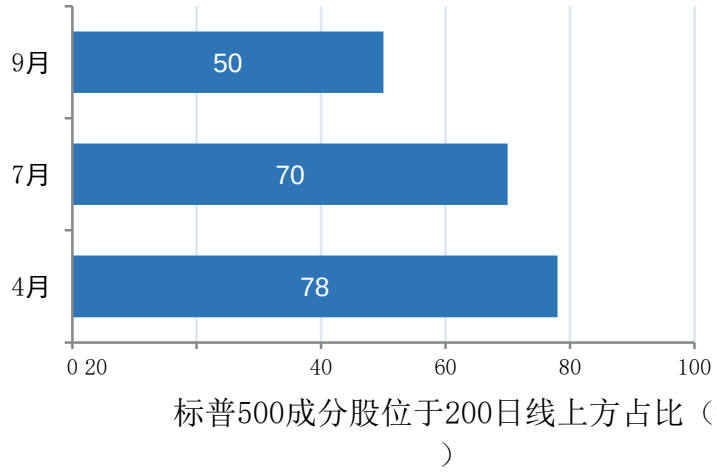
仅供内部参考，请勿外传

美股：盈利上修支撑指数，广度恶化与拥挤度是隐患

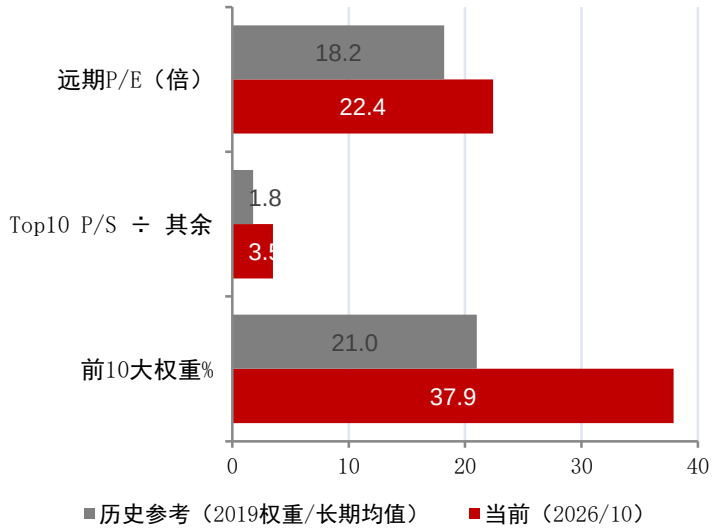
盈利预期持续上修：年内+15.6%



广度恶化：新高背后仅半数个股在牛势中



拥挤度偏高：前10大权重37.9%



盈利是支撑、结构是隐患：CY2026 EPS一致预期年内上修15.6%至362.7美元（Q3预期+29.5%，或创2008年来首次连续三季>25%），盈利兑现支撑着指数新高；但200日线上方个股占比由4月78%降至9月约50%、年内下跌个股超四成，前10大权重37.9%——**指数涨幅越来越依赖少数AI龙头**。

与中选的交点：①10/28-29 Mag7财报=选前最后一个微观验证点（与10/28 FOMC同周叠加）；②分裂/守住情形：盈利叙事延续，结构脆弱但不致命；③**横扫情形：加税与强监管议程直接下修盈利预期+抬升不确定性溢价，恰好打在拥挤度最高的部位——尾部风险**。哑铃策略：防御+优质成长。

资料来源：FactSet、GuruFocus、ChartRow、S&P Dow Jones Indices，华鑫证券研究

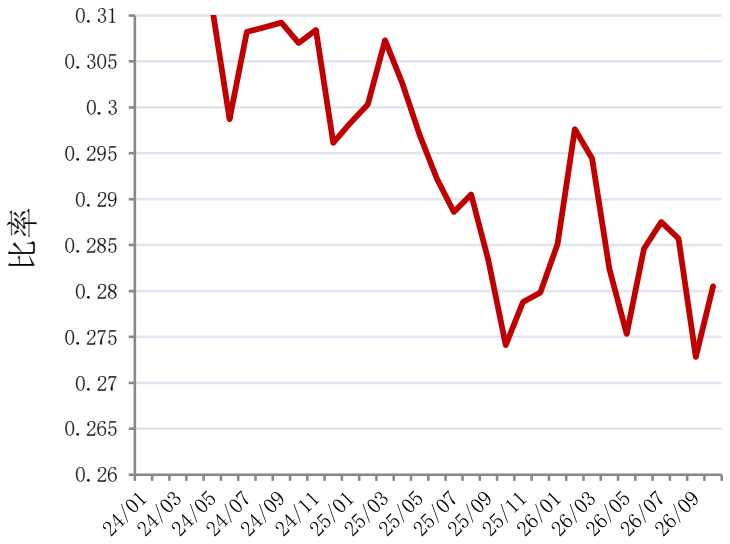
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

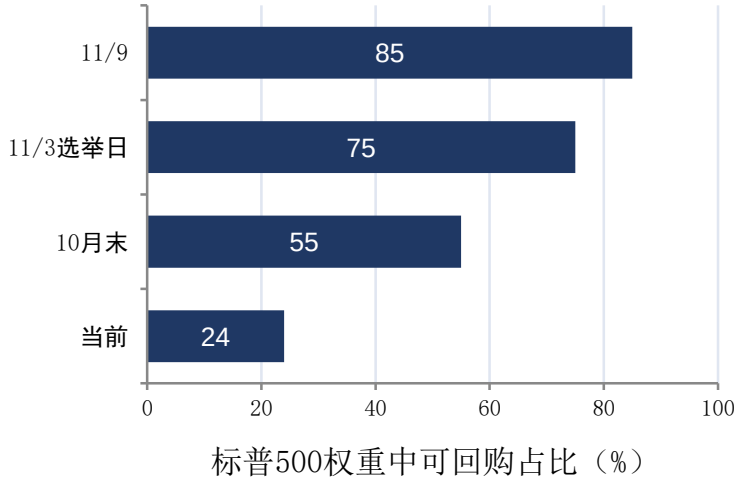
美股拆解：ERP转负=估值看利率脸色，选后回购窗口与风偏修复共振

微观结构拆解：ERP转负约束估值，选后回购窗口+不确定性出清=风偏修复共振

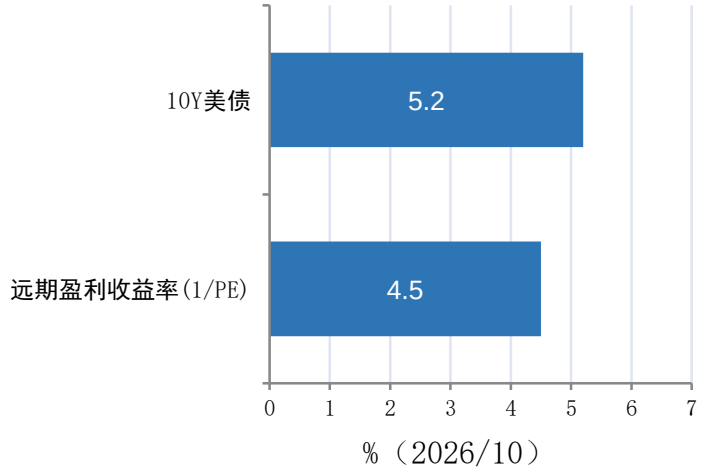
等权/加权比率下行=涨幅集中龙头



选后回购窗口打开：选举日前后75%解禁



股权风险溢价≈-0.7pct：股债性价比极值



① **估值的分母约束：**股权风险溢价（ERP）=买股票比买国债多要求的回报。当前远期盈利收益率4.5%（P/E 22.4倍）**低于**10Y的5.2%，ERP约-0.7pct处历史极值区——**股票已贵到「不如买国债」，估值弹性完全取决于美债利率：看多美债与美股分母端修复是同源交易；**

② **微观结构支撑选后反弹：**回购blackout当前仅24%权重可回购，10月末升至55%、**选举日（11/3）前后达75%、11/9达85%**；年内已宣布回购授权1.3万亿美元创纪录（+8%）——解禁与企业买盘恰在选后窗口共振；

③ **历史分组看弹性：**1970年以来总统党丢众院年份选后半年平均+9.4%、守住年份+16.8%，**均收涨——结果改变的是弹性而非方向**；横扫情形的尾部风险不在历史规律，而在2027年盈利预期下修（加税+监管）。**上周（10/12-16）已是预演：热CPI推10Y摸5.33%、纳指-4.5%、AI债务链CoreWeave-25%，随后避险买盘令10Y单周回落16.5bp——「高利率+拥挤AI+监管尾部」三重脆弱性开始定价。**

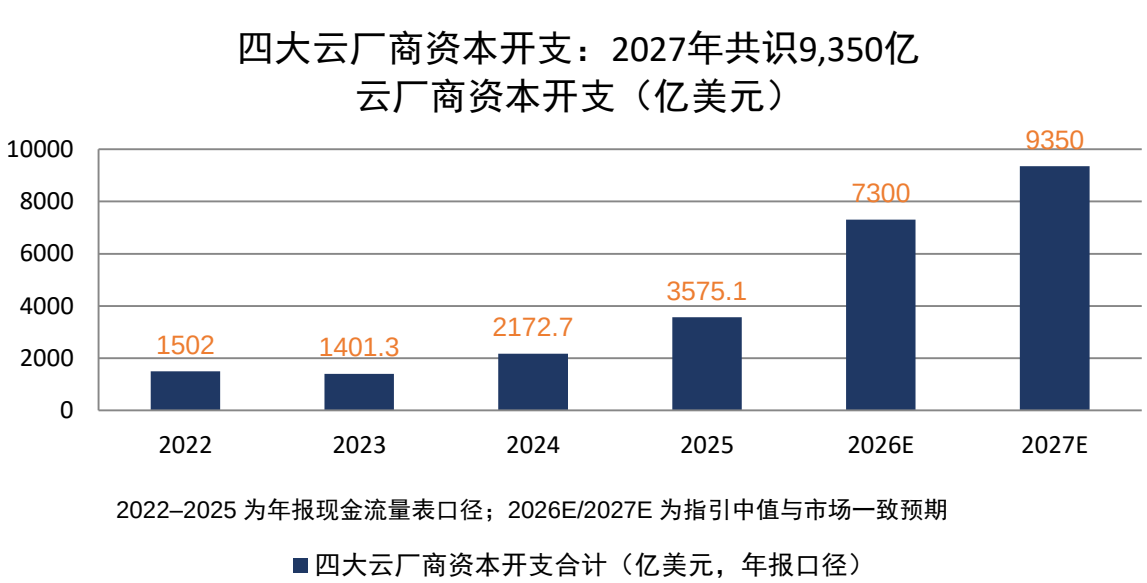
资料来源：FactSet、FRED、Citadel Securities/EventVestor/S&P Global、S&P Dow Jones Indices、Bloomberg，华鑫证券研究

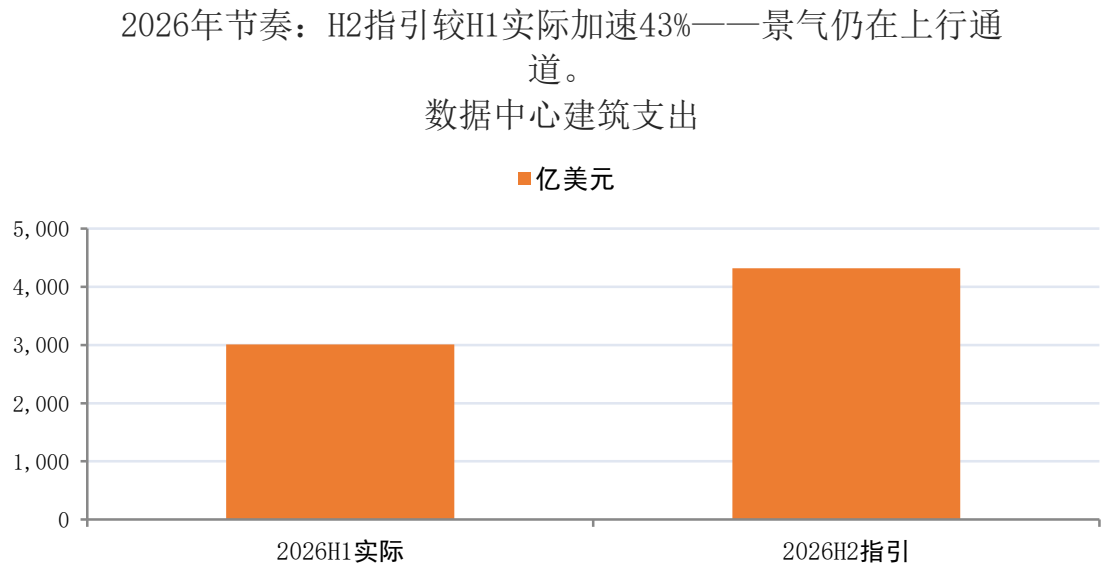
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

AI周期景气度：资本开支指引迈向万亿量级，10/28-29财报是验证窗口

资本开支周期：指引迈向万亿量级——景气度仍在上行，但融资结构对利率更敏感





① **需求端动能** 2026H1实际开支3,007亿、H2指引隐含约4,318亿；2027市场共识9,350亿——需求动能由云厂商订单决定；

② **建设强度印证** 美国普查局数据中心建筑支出年化850亿美元、同比+73%（2026/8）——资本开支正转化为实物建设量；

③ **结构敏感度** 债务融资占capex比例由FY2024的9%升至2026年中32%（trailing）——对利率与信用条件敏感度上升，CoreWeave单周-25%即为压力测试；

④ **验证窗口** 10/28-29 Mag7财报=选前最后一次景气验证：关注capex指引是否再上修、AI收入兑现度；不及预期则与高利率+拥挤度共振。

资料来源：I/O Fund，StockAnalysis，美国普查局建筑支出、FactSet、Epoch AI，各公司年报（10-K），华鑫证券研究

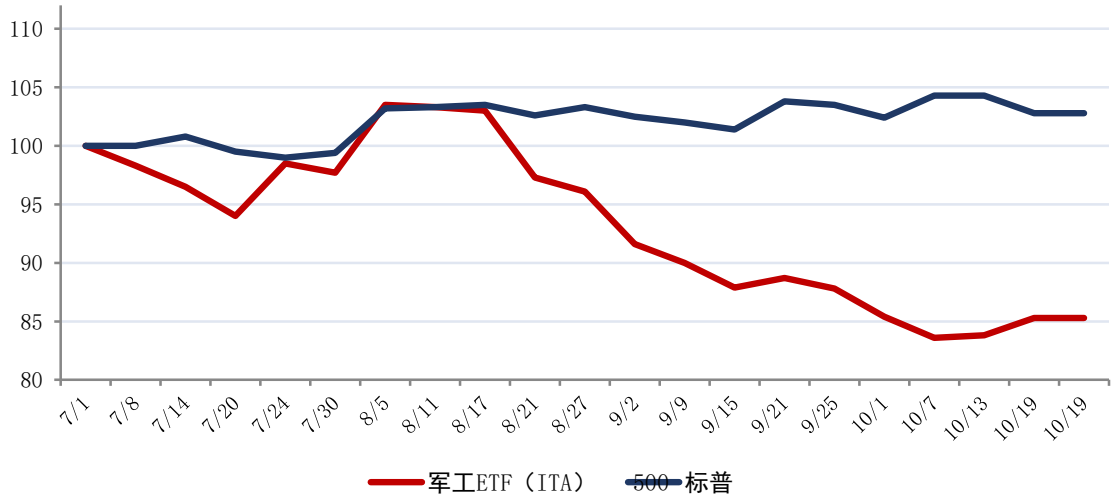
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

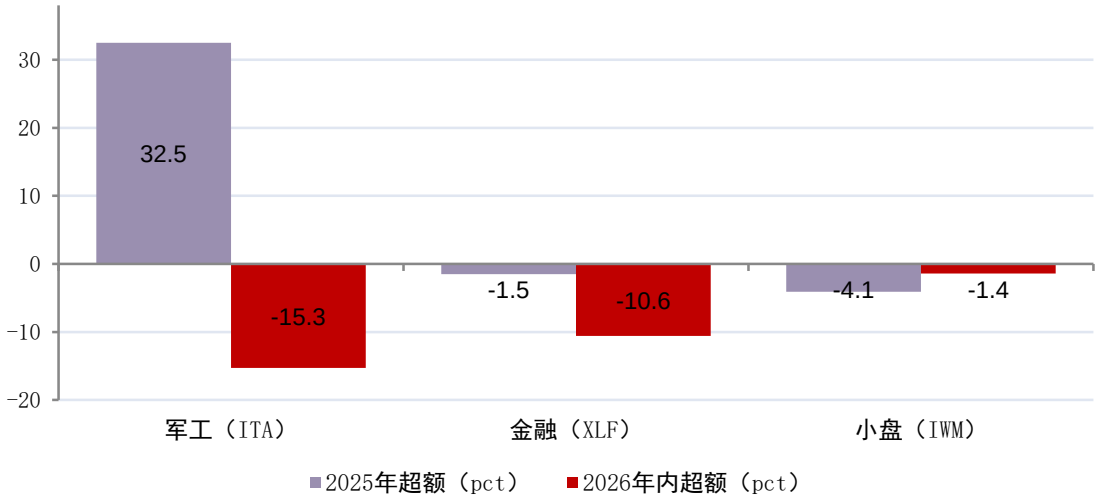
尾部风险：「反特朗普交易」已启动，真正尾部在2027政策落地期

「反特朗普交易」=做空特朗普概念拥挤部位：军工率先定价、AI上周完成压力测试

军工ETF 7月来-14.7% vs 标普+2.8%（7/1为基准100），横扫定价+20pct



政策敏感部位退潮：军工2025超额+32.5→2026年-15.3pct（相对标普）



「反特朗普交易」地图 = 做空特朗普概念拥挤部位

军工

扩军增量搁浅：1.5万亿计划+金穹/黄金舰队等标签项目最脆弱

AI/科技

反垄断+加税预期压估值，直击最拥挤部位（前10大权重37.9%）

金融

SLR放松+并购放行预期回吐，去监管溢价出清

能源

「压油价=保选票」政策压制延续，横扫下对伊争议上升

时点判断：结果日（11/3）冲击有限——横扫已定价60.5%；**真正尾部在2027政策落地期**（预算协调+加税+监管立法，盈利减值几乎未定价）。**对冲=做多美债+哑铃结构：**触发器：油价 → 通胀广度 → 10/28 FOMC → 民调。

资料来源：Yahoo Finance、NYSE/Nasdaq收盘数据、Kalshi、FactSet，华鑫证券研究

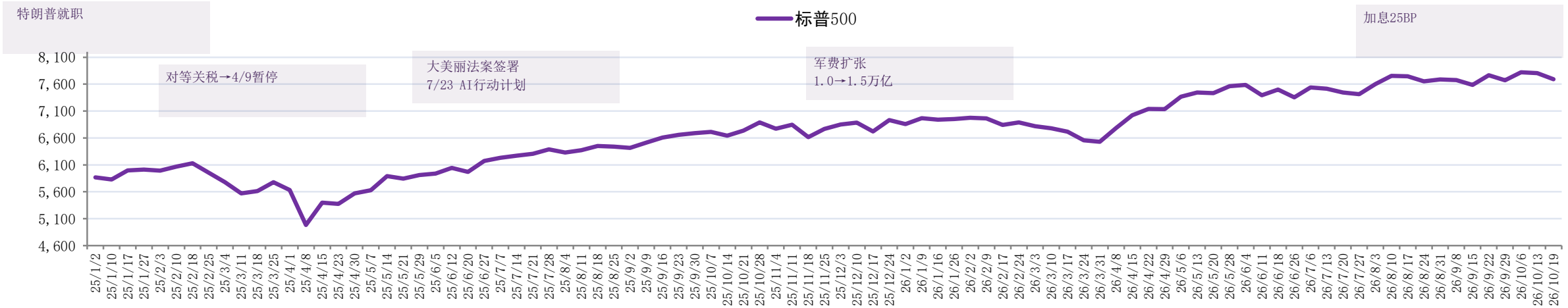
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

特朗普2.0政策图谱：概念部位的超额收益，建立在政策预期之上

特朗普2.0核心政策→概念部位→美股映射：超额收益建立在政策预期上

标普500与特朗普2.0政策事件（2025/1-2026/10）



政策	核心内容	受益部位	「反特朗普交易」中的脆弱度
大美丽法案（2025/7/4）	减税永久化；CBO估未来10年赤字+3.4万亿美元	小盘、金融、传统价值	增量财政受限→赤字叙事回吐
AI融资支持	Stargate 5000亿+AI行动计划（审批/电力提速）	AI capex链、数据中心	债务链敏感+监管尾部（CoreWeave单周-25%）
军费扩张	2026/1提出1.0→1.5万亿「梦想军队」	军工	横扫下增量搁浅，ITA自7月已-14.7%
去监管	金融SLR放松、并购放行预期	金融	预期回吐：XLF年内跑输10.6pct

特朗普2.0的超额收益集中在「概念部位」、建立在政策预期之上——中选改写政策预期时，这些部位就是反特朗普交易的做空对象。这是尾部风险的结构性来源。

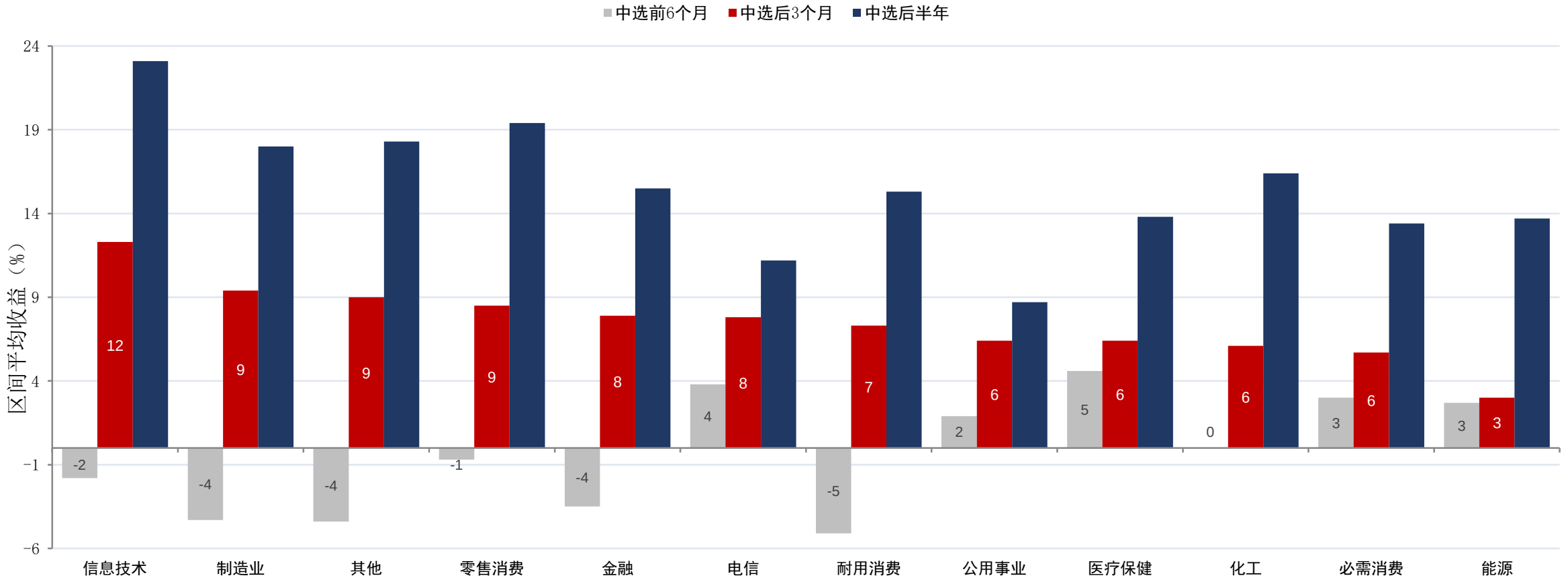
资料来源：Yahoo Finance、CBO、白宫行政命令与公开政策文件，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

行业切换：选前防御（医疗/必需消费/电信），选后进攻（信息技术领跑）

行业节奏：选前6个月防御占优（医疗+5%/电信+4%/必需消费+3%）→ 选后信息技术领跑（后3月+12%、后半年+23%）



资料来源：Kenneth French，华鑫证券研究

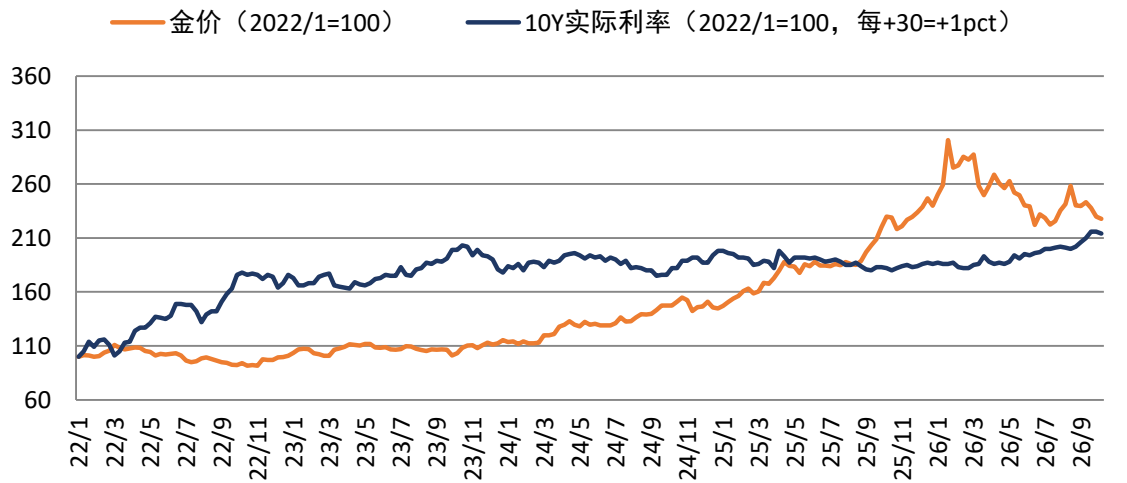
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

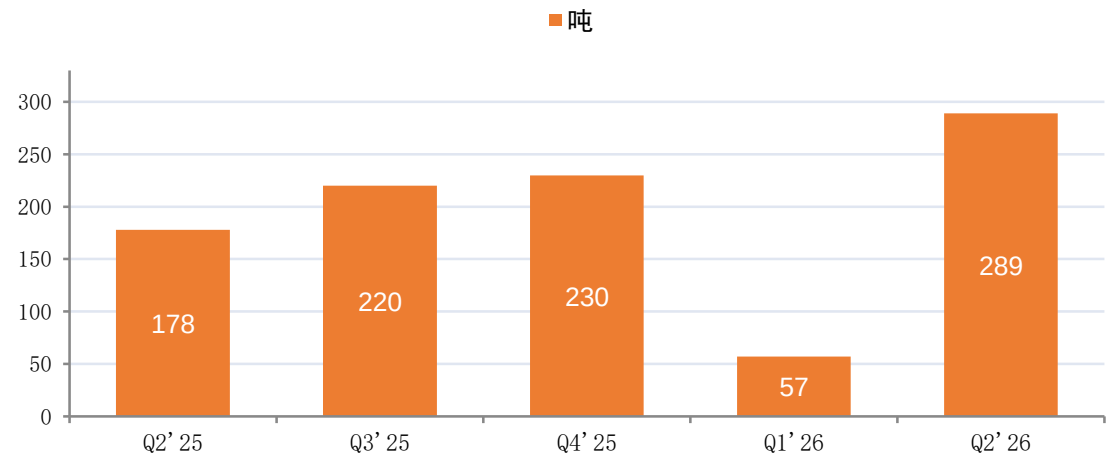
黄金拆解：短期挂钩实际利率与美元，长期锚定央行购金

短期看实际利率与美元、长期看央行购金：定价权从交易盘切向官方盘

实际利率2022年以来大幅上行，金价仍翻倍以上传统锚已弱化



央行季度净购金：Q2金价回调8%时逆势买入289吨（季度纪录）



① **短期：交易盘挂钩利率美元** 实际利率+美元主导波动——Q2金价回调8%时ETF流出44.8吨；12月加息预期与实际利率2.8%是短期压制项；

② **长期：官方盘锚定** 连续4年年均购金1000吨+；2026年调查89%央行预期全球增持、45%计划自购（2019年来最高）；中国连续20个月增持；

③ **定价权切换** 金价对实际利率「脱敏」=官方盘取代交易盘成为边际定价者——回调有官方盘托底，Q1央行购金下修至56.5吨，Q2回升至288.9吨；

④ **与中选** 分裂→震荡偏强；横扫→避险脉冲；守住→美元偏强短期压制。保留中长期配置、分批逢低布局。

资料来源：World Gold Council、FRED、Yahoo Finance，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

结论：美债趋降交集明确；横扫尾部定价最不充分

资产	历史规律（中选前后，样本）	本轮含义（分情形推演）
美股	选前6个月-2.7%（中位数-1.1%、最差-24.9%），选后6个月+14.2%（14/14收涨）；选后收涨≠立即上涨，2018年12月才见底	盈利上修支撑指数（CY2026 EPS年内+15.6%），但广度恶化（200日线上方占比78%→50%）、拥挤度偏高（前10大37.9%）；横扫相对利空（直击拥挤部位、压力在2027落地期）、分裂相对利多（压制缓释）、守住反弹最强；上周纳指-4.5%、CoreWeave-25%已为尾部预演；哑铃策略
美债10Y	选前6个月-37bp、选后3个月-22bp（14次）；加息周期年份（1978/1994/2018/2022）选前均上行、选后无一例外回落	高位筑顶、选后趋降，第一目标5.0%下方；定价4末Kalshi<5%概率约68%+投机空头拥挤（5Y净空88.1万张、3年极值，轧空弹性）；约束条件：通胀广度不收敛/10月FOMC转鹰/油价重回100美元
黄金	选前3个月+6.2%（胜率71%，14次）	短期受实际利率约束；分裂情形震荡偏强、横扫情形避险脉冲；保留中长期配置、分批逢低布局

资料来源：FRED、世界银行Pink Sheet、Kenneth French数据库、Wind、Kalshi、CFTC，华鑫证券研究

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

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

（1）中选选情与民调超预期波动风险

（2）美联储政策路径与通胀反复风险

（3）地缘政治与中美关系反复风险

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

仅供内部参考，请勿外传

宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

卫正：宏观策略组组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

陆翊蔚：宏观策略组组员，上海纽约大学学士，哥伦比亚大学硕士，2026年7月入职华鑫证券研究所。

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

仅供内部参考，请勿外传

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

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

仅供内部参考，请勿外传



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

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

报告编号： 261028172612