美国政策

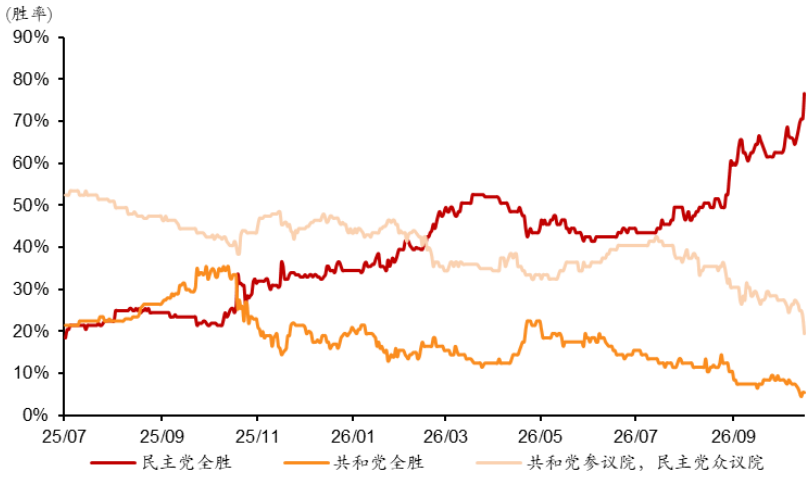
中期选举影响与市场展望

刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk

我们预计民主党将赢得国会两院，预计民主党将推动恢复医保费用补贴、限制全面关税、对企业和高收入群体加税和限制伊军事行动等议程。但特朗普的总统否决权将制约重大立法落地，政策影响可能更多通过政府预算谈判、国会听证与调查和 2028 年后政策预期等方式传导。财政博弈加剧或推高政府停摆风险，而围绕数据中心成本分担、AI 安全、药价和加密资产等议题的监督，将增加相关行业的监管压力与事件风险。地方与联邦的立法层面转向可能导致 AI 数据中心建设的政策重心进一步转向成本分担与社区利益保护，更严格的审批要求及税收优惠审查或拉长建设周期、增加配套投入。

美股在中期选举后通常呈现较强的季节性表现，1954 年以来中期选举后 12 个月内标普 500 平均涨幅 16.3%，并全部录得正收益。民主党横扫可能令选举当周市场表现相对偏弱，但随着政策不确定性消退，中长期仍有望受益于风险溢价回落和政策宽松的支持。行业方面，恢复医保补贴将利好医疗板块，但金融、国防和公用事业板块则可能面临监管或预算调整压力。债券方面，历史上白宫与国会形成对立后，美债收益率往往下行，预计民主党控制两院将抑制新增财政扩张预期，为 10 年期美债收益率带来阶段性下行动力，我们维持年底 10 年期美债 4.6-4.7%区间的预测。

图 1: 国会选举结果预期，美伊战争成为关键转折

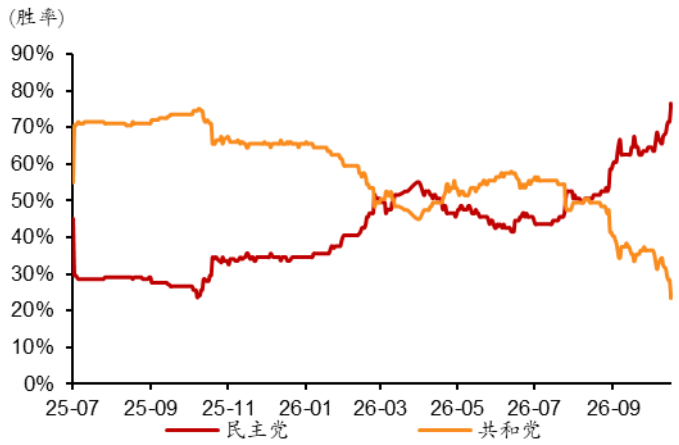


资料来源：Polymarket，招银国际环球市场

中期选举展望与政策影响

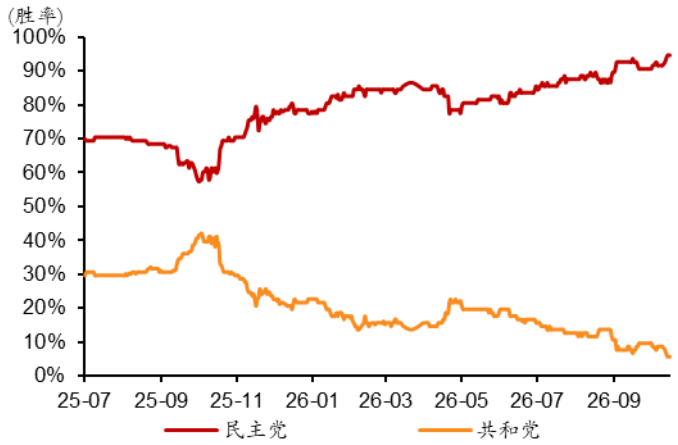
目前预测市场预计民主党有约 72%可能赢下国会两院，约 95%可能控制众议院，约 73%可能控制参议院。通过梳理 26 位关键参议员候选人的精选纲领、辩论、采访、市政见面会和 X 推文等材料，我们分析了本次中期选举的两党政策重点和可能影响。本届中期选举最大变化是两党都更加聚焦油价、物价和医疗负担等生活成本和税改等经济议题。相较于 2024 年总统大选，意识形态相关议题更加淡化，非法移民、堕胎、少数族裔权益等社会文化议题的相对权重有所下降。另一个主要变化是，与美国右派共和党谱系下“让美国再次伟大”（MAGA）派相对应，美国左派民主党谱系下，以民主社会主义者（DSA）为代表的左翼力量的影响力在本次选举中日益扩大。DSA 主要政策蓝图包括全民医疗、公共住房和租金管制、加强工会与劳动者权利、扩大关键公共服务和基础设施质量等。民调超预期领先的密歇根 Abdul El-Sayed 和得州 James Talarico 等参议员候选人的扩大医疗保障、向富裕阶层加税等主张，与 DSA 的部分政策诉求相呼应，反映出社会公平和财富再分配议题对民主党政策议程的影响上升。

图 2: 参议院选举结果预测



资料来源：Polymarket，招银国际环球市场

图 3: 众议院选举结果预测



资料来源：Polymarket，招银国际环球市场

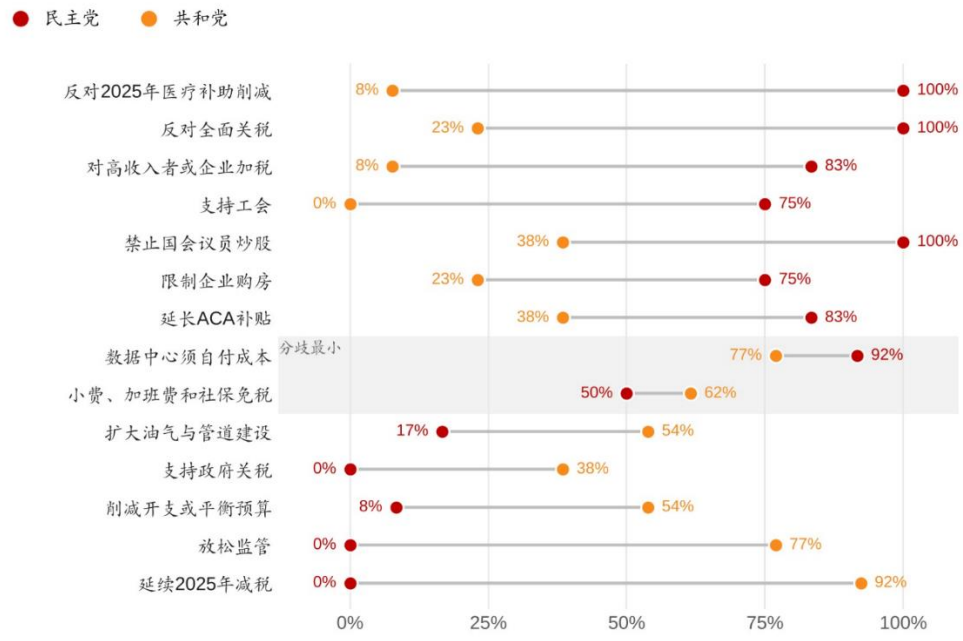
基准情景下，我们认为民主党将拿下参众两院，并随之推动其恢复奥巴马医保政策的保费补贴、取消高收入群体减税、限制全面关税与停止对伊军事行动等主张。但由于特朗普的总统否决权，这些政策议题或难以落地。中期选举结果将主要通过以下渠道产生影响：1）政府财政预算博弈。政府停摆风险大幅上升，由于恢复医保补贴是主要诉求，预计民主党将以恢复平价医疗法案补贴为条件换取拨款法案通过。2）国会委员会的监督与调查。国会可能的调查重点包括药价、居民电价与数据中心用电、AI 安全及其对就业的冲击、油价和伊朗战争、关税、加密资产和反垄断等，一方面可能导致推动监管机构加强执法，加大相关个股和板块波动，事件风险上升，另一方面将为 2028 年后的政策方向积累案例和民意基础。2025 年减税法中的小费和加班费免税、老年人额外扣除等条款于 2028 年底到期，将成为大选前后国会与白宫财政博弈的重要议题。同时社会保障信托基金预计在 2030 年代中期前后耗尽，2029 年新一任政府将被迫处理这一缺口，民主党解决方案可能以提高企业税和富人税为主，意味着目前较为宽松的企业税收环境有面临逆转的风险。

民主党候选人普遍将减轻民生负担作为竞选主轴，包括食品、物价、医疗与能源成本等生活成本议题，批评关税政策与伊朗冲突推高物价。医保方面，主张恢复医保费用的税收抵免和财政对联邦医保的补贴。贸易方面，主张将关税决定权交还国会，取消全面关税，以推动物价下行。但多数候选人仍支持保留针对汽车、钢铁等战略行业的定向保护措施。财政方面，主张增加医疗与家庭相关补贴支出、为中产阶级减税，同时向富豪与企业增税。

金融监管方面，主张重新审视目前较为宽松的银行资本监管要求、禁止国会议员股票交易和加强对加密货币的监管等。能源方面，主张结束伊朗冲突，暂停联邦燃油税。基准场景下，若民主党夺回两院，白宫与国会之间的政策对立预计加剧，重大立法推进可能陷入僵局。双方在税收、医保和财政支出优先次序上的分歧，将增加 2027 年预算谈判的难度，显著推高政府停摆风险。

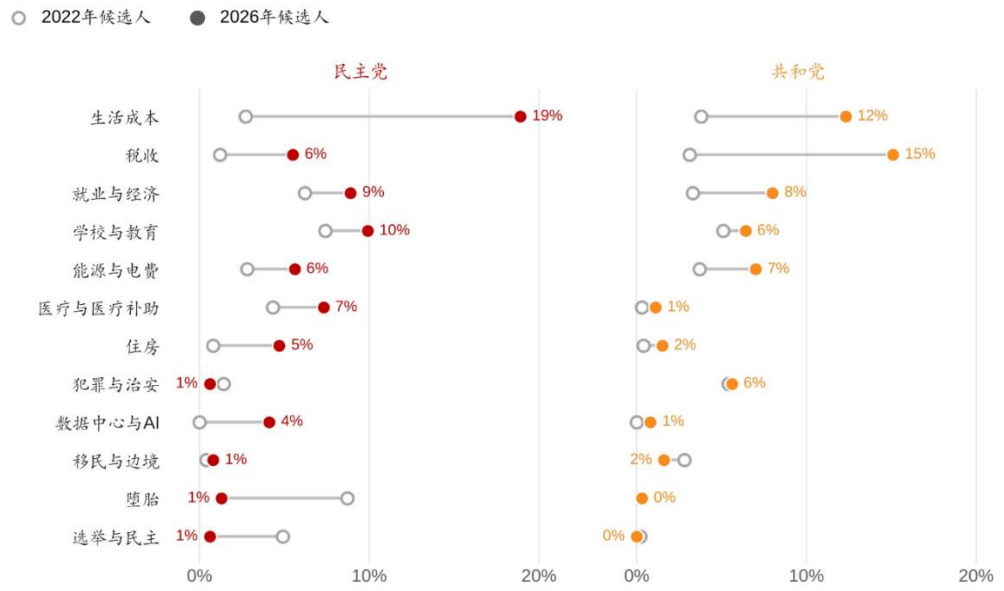
共和党候选人总体延续特朗普政府的减税、放松监管、扩大本土能源供给和强化边境执法的政策取向。但由于选民对经济现状和生活成本的日益不满，共和党候选人对特朗普具体政策的支持程度有所分化。与民主党相比，共和党降低生活成本的政策逻辑更侧重供给扩张、税收激励和减少监管负担。医保方面，反对全民医保方案，主张在现有体系基础上修补，重点整治隐性定价、保险公司拒保以及药品高价问题。贸易层面，大部分候选人支持特朗普的贸易议程，将关税视作实现公平贸易、推动产业回流的工具。但地方产业利益正促使部分候选人与特朗普政策有所分化，密歇根州和缅因州候选人呼吁结束与加拿大的关税争端，并强调国会对关税授权的约束。财政方面，总体延续 2025 减税法案路线，包括为购房者、家庭及医疗开支增设抵扣项目，同时扩大儿童税收抵免等。能源议题上，支持扩大油气开采和放宽监管等。

图 4: 关键参议员候选人分党派立场



资料来源：Bloomberg，Wind，招银国际环球市场

图 5: 分党派州长候选人立场变化



资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

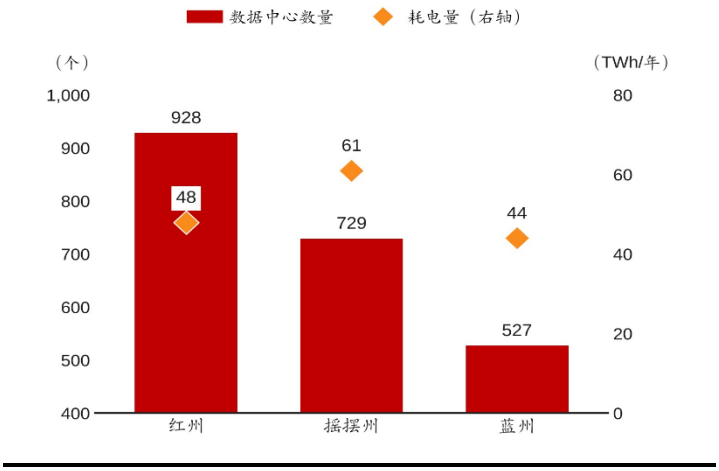
本次中期选举显示 AI 数据中心建设可能面临更严格的政策监管环境，政策关注点正从吸引投资，进一步转向成本分担和社区利益保护。目前政策总体仍是支持性为主，包括税收减免、快速化审批和公共土地供给等。但随着数据中心带来新增电力需求、用水压力和土地占用引发更多争议，地方居民对数据中心建设的抵触明显增强。Heatmap 民调显示强烈反对居民点附近建设数据中心的比例从 25 年的 8 月的 24%快速上升至 26 年 8 月的 61%。数据中心也成为重要竞选议题，民主党主张由开发商承担新增电力、电网及用水成本，缩减 2025 年减税法案对数据中心的税收优惠，并强化当地社区的参与权。共和党也支持由数据中心承担配套基础设施成本。这意味着无论哪一党胜出，数据中心建设都可能面临更高建设成本和更严格的审批约束。以密歇根州为例，Stargate 算力园区审批透明度争议，与电价、用水、土地占用和税收减免等问题叠加，引发大规模抗议，导致两党参议员候选人均表态支持暂停新建数据中心。民调显示，相较于共和党，民主党选民对数据中心建设的反对态度更为强烈。若民主党赢下中期选举，国会围绕环境、电费等影响的听证调查，以及对税收优惠的审查，可能进一步增加。各州地方政府也开始立法进程收紧扶持政策，降低对数据中心的税收减免等。对行业而言，监管趋严可能拉长建设周期、增加配套投入，并加剧项目回报率分化，其中资金实力较弱、依赖外部融资的开发商可能承受更大压力。

图 6: 各州对数据中心的优惠政策开始收紧

州	州长所属党派	类别	措施	时间	实施方式	状态
已暂停新的税收优惠						
亚利桑那	民主党	暂停新优惠	暂停受理新的数据中心销售税豁免申请，现有优惠不受影响	2026年7月1日至2029年6月30日	州预算（2026年6月签署）	已生效
俄亥俄	共和党	暂停新优惠	冻结新的销售税豁免审批；2025年实际减免成本比预估高出逾14亿美元。州议会另有法案拟于2026年10月或2027年10月终止豁免	2026年5月27日起	州长行政措施	已生效；废除法案待审
伊利诺伊	民主党	暂停新优惠	议会未能通过废除法案后，暂停签订新的豁免协议	2026年7月1日起	州长行政措施	已生效
内布拉斯加	共和党	暂停新优惠	新建数据中心不再享受州税收激励（ImagiNE法案）；2021年以来数据中心已获约5.19亿美元财产税减免	2026年7月20日	行政令	已生效
保留或部分收紧优惠、加征新税						
弗吉尼亚	民主党	加征新税	每年约19亿美元的设备销售税豁免保留至2035年；新开征数据中心用电税，每千瓦时1.1美分，预计每年约6亿美元，期限两年；州议会小组须在12月15日前提交豁免评估	2026年7月1日起	州预算	已生效
华盛顿	民主党	部分收紧	取消数据中心设备更新（翻新）环节的销售税豁免	2026年	立法	已立法
正在推动废除或收紧（尚未落地）						
得克萨斯	共和党	推动废除	州长将废除数据中心销售税豁免列为2027年立法优先事项；8月起暂停新的并网审批，待电网审计完成	2027年立法会期	立法提案；行政措施	待立法
密歇根	民主党	推动废除	两党议员推动废除2024年设立的销售税豁免	2026年	立法提案	待立法
纽约	民主党	暂停许可；推动取消优惠	暂停新建超大规模（150兆瓦以上）数据中心的州级许可，最长一年；州长寻求在下一会期取消其销售税优惠	2026年7月14日起	行政令；拟立法	许可暂停已生效；取消优惠待立法
威斯康星	民主党	推动废除	共和党议员提出废除数据中心销售税优惠	2026年10月	立法提案	待立法
宾夕法尼亚、新泽西	民主党	拟附加条件	考虑以支付现行工资标准作为享受豁免的条件；宾州另有全面废除法案	2026年	立法提案	待立法
反例						
乔治亚	共和党	维持优惠	州议会否决废除提案，数据中心税收优惠维持不变	2026年4月	立法	维持
堪萨斯	民主党	扩大优惠	SB 98法案新设为期20年的数据中心销售税优惠	2025年	立法	已生效

资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各州数据中心分布



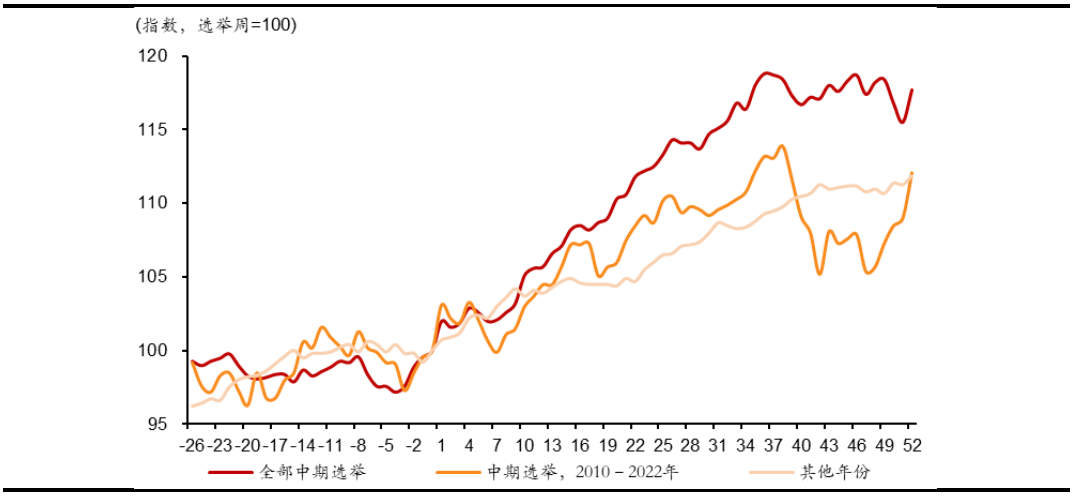
资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

对华政策未成为本次选举的核心议题。共和党人对华态度更为鹰派，强调国家安全和战略竞争，主张维持对华关税，并加强对中国汽车等产品进口、中国企业在美投资和土地购买，以及先进技术出口和对华企业投资等限制。民主党候选人对华表态相对克制，更多从降低生活成本的角度反对全面关税，但仍支持保留针对特定战略行业的保护措施。预计美国对华政策将继续呈现“经贸领域选择性缓和、关键技术领域保持严格限制”的格局。对华战略竞争与科技管制仍是两党的重要共识，芯片、半导体设备出口和美国对华投资等领域的限制仍可能进一步收紧。

对市场影响

中期选举对股市有明显季节性影响，1954 年以来中期选举后 12 个月标普 500 平均涨幅 16.3%，并在所有选举年录得正收益。股市对不同选举结果反应也不同，其中分裂国会表现最好，而民主党横扫则涨幅最低。过去 50 年，每当国会中某一院的多数党更迭成总统的对立党时， 10 年期国债收益率平均在此后三个月内平均下行约 24 个基点，12 个月内下行约 36 个基点。

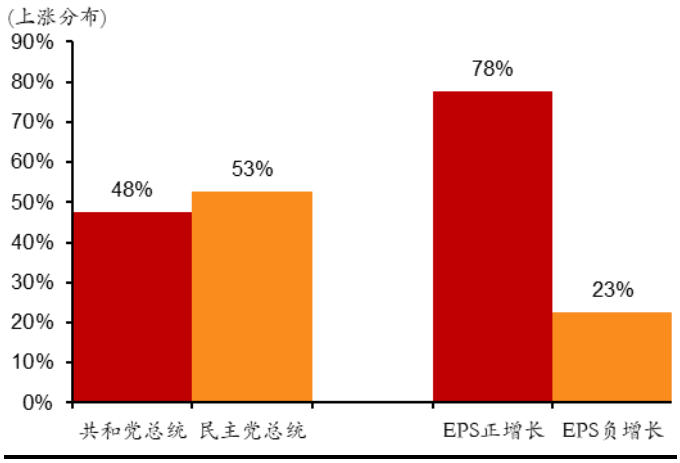
图 8: 近 50 年标普 500 在中期选举前后的历史表现（周）



资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

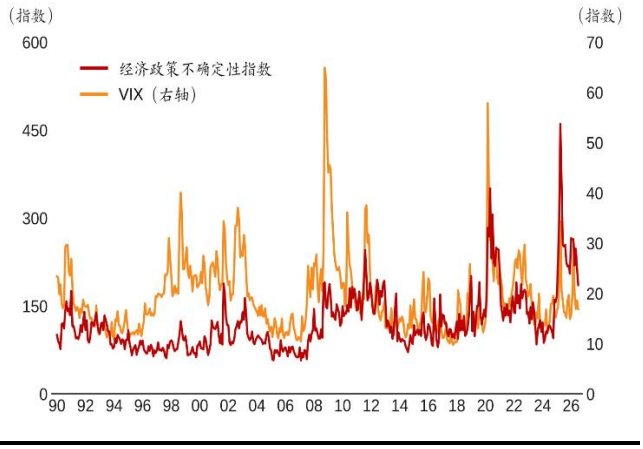
美股在中期选举前往往表现偏弱，并于选举日前后逐步反弹，风险溢价逐步下降。近 50 年以来，标普 500 在历次中期选举后的六个月内均录得正回报，平均涨幅达 14.3%，明显高于其他年份同期的 6.6%。涨幅主要集中于新一届国会履职初期，即次年 1 月至 5 月。若将观察窗口延长至选后 12 个月，平均回报率进一步升至 17.7%，但相较其他年份同期 11.9%的优势有所收窄。自 2010 年以来，股市在中期选举的季节性表现有所减弱。2010-2022 年四次中期选举后的 12 个月平均回报率为 12.1%，其他年份则为 17.0%。但次年 1 至 5 月仍明显跑赢，平均收益 9.6%，其他年份则为 2.9%。中期选举前后，风险溢价通常呈“前高后低”特征。中期选举后六个月内 VIX 平均下降 5.5 点，高收益债利差收窄 90 个基点，而其他年份分别为 2.2 点和 32 个基点。

图 9: 近 50 年美股按年上涨分布，盈利更为关键



资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

图 10: 政策不确定性和风险溢价在选举后逐步下行



资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

选举结果对股市中长期表现的影响有限。近 50 年的 12 次中期选举显示，无论选后总统所属政党同时掌控两院、国会分裂，还是在野党拿下两院，标普 500 指数选后 12 个月的平均回报率均在 16%—19%之间。在我们的基准情景（民主党横扫）下，选举当周股市表现可能偏弱。历史上在野党拿下两院时，选举当周标普 500 平均仅上涨 1.3%，民主党拿下两院当周标普仅上涨 0.3%，均低于国会分裂时的 4.5%。拉长时间看，在野党拿下两院后的表现反而居前，选后 6 个月标普 500 平均上涨 16.2%，显著高于非中期选举年同期表现。选后 12 个月平均回报约 18.5%，高于分裂国会和执政党保住国会的情况。背后的原因可能是因为中期选举失利后，执政党为备战下届总统大选，会转向更有利于增长的政策，叠加选后政策不确定性消退，带动风险偏好回升。

图 11: 中期选举结果对市场的影响

中期选举后的国会控制权	中期选举年份	选举当周	6个月	12个月	12个月上涨次数
按政党					
民主党全胜	1978, 1986, 1990, 2006	+0.3%	+15.8%	+15.3%	4/4
共和党全胜	1994, 1998, 2002, 2014	+1.0%	+11.5%	+20.2%	4/4
国会分治	1982, 2010, 2018, 2022	+4.5%	+15.5%	+17.6%	4/4
共和党总统任内民主党全胜（2026年情形）	1986, 1990, 2006	+1.0%	+18.5%	+16.3%	3/3
按与总统的关系					
总统所属政党控制两院	1978, 2002	-1.1%	+5.9%	+15.7%	2/2
国会分治	1982, 2010, 2018, 2022	+4.5%	+15.5%	+17.6%	4/4
反对党控制两院	1986, 1990, 1994, 1998, 2006, 2014	+1.3%	+16.2%	+18.5%	6/6

资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

行业层面，中期选举可能带来板块轮动。从历史经验看，1970 年以来科技板块在中期选举后表现最强，能源与必需消费最弱。中期选举后，民主党与特朗普存在共同诉求的领域有更大可能迎来政策调整，包括限制信用卡费率、控制公用事业费用涨价和医保支付改革等。同时，民主党控制的国会可能会对金融业和加密货币等行业增加监管，并降低国防预算。因此，我们建议增配医疗板块，特别是以奥巴马医改（ACA）个人市场业务为主的医保公司，减配金融、国防和公用事业板块。

根据过去 50 年数据，当中期选举后国会出现与总统对立的局面，国债收益率往往下行。在 3 次由执政党控制转为分裂国会的中期选举之后（2010 年、2018 年、2022 年），10 年期国债收益率在 12 个月内平均下行 46 个基点。在 2 次形成与总统对立的两院国会后（1994 年、2006 年），收益率平均下行 124 个基点，而其余 7 次选举后则平均上行 68 个基点。因对立国会改善财政赤字预期，反对党控制国会的任期内，财政赤字平均收窄 0.3 个百分点。2018 年特朗普首届任期的中期选举后，民主党赢下众议院，1 年后 10 年期收益率总计下行约 150 个基点。

图 12: 中期选举结果对 10 年期国债利率影响

结果	年份	3个月后	12个月后	12个月（剔除美联储因素后）
两院均翻转	1994, 2006	-21bp	-124bp	-118bp
仅众议院翻转	2010, 2018, 2022	-15bp	-46bp	-57bp
其他情况	1978, 1982, 1986, 1990, 1998, 2002, 2014	-21bp	+68bp	+58bp

资料来源：Bloomberg, Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。