

总量研究

Long Shadows：中期选举的长尾效应

——《大国博弈》系列第三十六篇

要点

引子：美国2022年中期选举将于11月8日开启，全部众议员和1/3的参议员将改选。本次中期选举将向美国社会投下“Long Shadows”——美国经济前景、下一届总统大选、中美关系走势乃至国际地缘政治关系，都将因此而改变。

众议院大概率被共和党收入囊中，参议院选情胶着，或将悬空至12月6日。众议院方面，共和党胜率依然遥遥领先，大概率会在11月8日当天决出结果。然而参议院方面，9月下旬随共和党在通胀和移民两大议题上持续发力，民主党胜率大幅下滑。然而，佐治亚州对于胜者有得票率超过50%的要求，且目前双方候选人支持率不相上下。一旦双方均未在当日夺得决胜性的参议员席位（民主党最少守住50席，或共和党最少赢下51席），且佐治亚州没有候选人得票率超过50%，参议院的选举结果将延迟至12月6日佐治亚州决选日，方能揭晓。

全美投票意愿高涨，将放大前期民调数据的误差，选举过程预计将充满戏剧性。本轮选举周期中，民主党和共和党两党均抓住美国民众关注的重点议题，包括通胀问题、经济衰退、移民问题、枪支管控、堕胎案、特朗普受调查案等话题大做文章，加强己方选民投票的意愿，并利用社会话题激活“沉默的选民”投票。根据目前的提前投票结果来看，本届选民投票意愿非常强烈，这会放大前期民调结果的误差，给中期选举带来不确定性。

目前，民主党选民在提前投票中占比（50.5%）显著超过共和党（39.4%），与2018年呈现相反格局（共：民=46.1%：44.7%），表明堕胎案等议题成功激活了民主党选民的投票意愿。但民主党优势能否持续，仍有待观察。

内政方面，拜登政府财政支出在中期选举后或将受限，加大经济在2023年“硬着陆”风险。2021年至2022年，拜登政府依靠对于国会两院的掌控，或是“讨价还价”，抑或是无视共和党反对、直接开启预算协调，推动了多轮财政刺激政策。然而，若中期选举后共和党重掌众议院，预计会严格控制拜登政府支出，并以即将到期的“债务上限”为筹码，裹挟民主党推进限制移民、限制政府支出等，甚至民主党已经推进的财政扩张法案，和正在推进的学贷计划，也存在被撤回或被阻挠的风险。如果共和党全面“翻盘”，将会全面限制拜登政府执政能力。无论哪种情况，都会加大美国经济恢复的不确定性，加大经济“硬着陆”风险。

外交方面，双方在对华鹰派上意见一致，分歧在于对乌援助。

（一）对华鹰派，意见一致，诉求不同。无论中期选举选情如何，两党在对华鹰派上是有一致共识的，只是关心的问题和利益诉求点存在分歧。若双方对峙国会，预计拜登政府将以灵活鹰派的姿态，在贸易和科技上打出围堵中国制造的组合牌，为2024年大选造势，挽回中期选举颓势。如果共和党全面返回国会，则重返特朗普时代“全面脱钩”的风险加大。

（二）俄乌局势，共和党或制约拜登政府对乌直接军事援助的力度。在拜登政府推进对乌援助法案的过程中，共和党就曾不断从中作梗。中期选举后，基于共和党“美国优先”的政治立场和日趋增大的国内经济压力，拜登政府以法案的形式加大对乌援助力度的难度将相应上升，直接对乌援助的强度或将边际减弱。然而，拜登政府仍可能通过裹挟盟友、加大制裁力度等方式，继续对乌支持。

风险提示：俄乌危机在四季度进一步升级，带来地缘政治风险动荡。美国通胀回落速度慢于预期，导致美联储加速加息。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogegge@ebsecn.com

联系人：顾皓阳

021-52523826

guhaoyang@ebsecn.com

相关研报

为石油而战：美国石油霸权还能走多远？——《大国博弈》第三十四篇（2022-09-28）

拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？——《大国博弈》系列第三十三篇（2022-09-12）

若伊核协议恢复，原油走向如何？——《大国博弈》第三十二篇（2022-09-04）

美国金融霸权如何攫取全球财富？——《大国博弈》系列第三十一篇（2022-08-31）

黄油与大炮：美国如何构造军事霸权？——《大国博弈》系列第三十篇（2022-08-16）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（20220814）

需求牵引油价回落，步入缓慢下行区间——《大国博弈》第二十八篇（20220809）

鏖战中期选举，民主党如何出牌？——《大国博弈》系列第二十七篇暨光大宏观周报（20220724）

美国科技霸权：大国博弈的前沿阵地——《大国博弈》第二十六篇（2022-07-10）

油价展望：俄乌冲突与美国运动式减碳——《大国博弈》第二十五篇（2022-07-07）

中期选举：红色浪潮能否席卷美国？——《大国博弈》系列第二十四篇暨光大宏观周报（2022-06-26）

目 录

一、最新选情综述：参议院悬念增强	3
二、中期选举过程中将有哪些不确定性？	3
2.1 双方竭力挑起选民投票意愿，放大结果不确定性	3
2.2 佐治亚州选情胶着，或使结果悬空至 12 月 6 日	5
三、中期选举结果对内政外交的影响	6
3.1 内政：财政支出将极大受限、加大“硬着陆”风险	6
3.2 外交：两党在对华鹰派上意见一致，分歧主要在俄乌	9
3.2.1 两党在对华鹰派上意见一致，诉求不同	9
3.2.2 共和党或将制约拜登政府对乌援助力度	10
四、风险提示	10

图目录

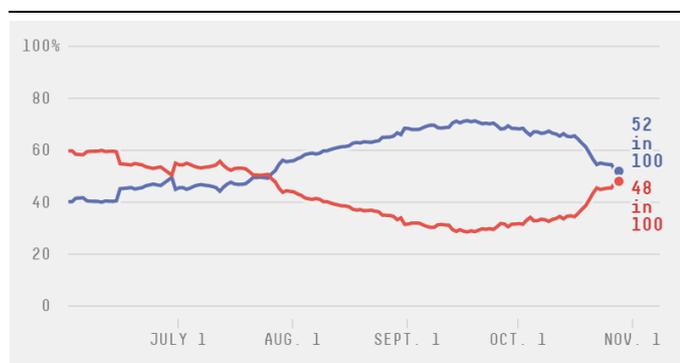
图 1：10 月以来，民主党在参议院胜算概率大幅下滑	3
图 2：共和党在众议院胜算依然遥遥领先	3
图 3：经济（26%）与通胀（18%）是当前选民最关注的议题	4
图 4：在经济问题和通胀问题，选民对共和党信心明显领先民主党	4
图 5：佐治亚州参议员席位上，共和党和民主党胜算不相上下	6
图 6：共和党在佐治亚州拥有历史根基，民主党的基础较为薄弱	6
图 7：美国国债总规模在疫情之后加速扩张	8
图 8：2022 年三季度以来，美国加速对华芯片产业管制政策的出台	9

一、最新选情综述：参议院悬念增强

10月以来，民主党在参议院胜算概率大幅下滑，中期选举结果悬念增强。7月至9月上旬，随着民主党在对华鹰派、芯片法案、通胀法案上大做文章，叠加美联储强力大步加息遏制通胀，民主党在多个摇摆州的支持率获得提升，在参议院的胜算一度走高、超过共和党。但是进入9月下旬，随着共和党在通胀和移民两大议题上持续发力，以及前期各类政策的边际拉动效用逐步减弱，民主党候选人支持率出现回落，导致其在参议院的获胜概率大幅下滑。

截至10月29日，依据FiveThirtyEight网站参考初选和民调数据所计算出来的综合胜率来看，目前共和党在众议院的胜算稳固，大概率可以在中期选举中拿下众议院；参议院方面，民主党和共和党获胜的概率分别为52%和48%，民主党仅有小幅优势，参议院花落谁家尚未可知。

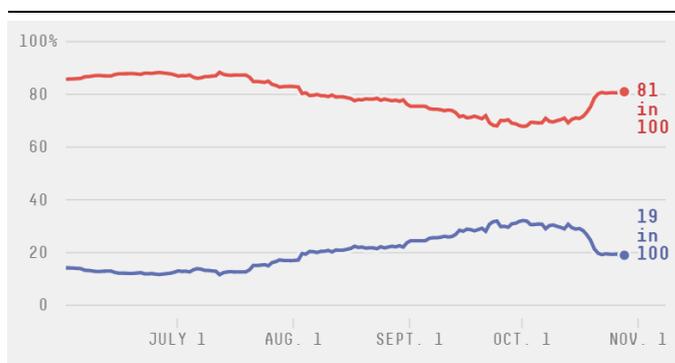
图 1：10月以来，民主党在参议院胜算概率大幅下滑



资料来源：Fivethirtyeight

备注：更新时间截至2022年10月29日；红色为共和党赢得参议院的概率，蓝色反之

图 2：共和党在众议院胜算依然遥遥领先



资料来源：Fivethirtyeight

备注：更新时间截至2022年10月29日；红色为共和党赢得众议院的概率，蓝色反之

因此，根据目前的选情线性外推，中期选举大概率结果存在两种可能：

情形一，概率相对较大：民主党守住参议院、共和党拿下众议院，双方对峙国会。

情形二，概率小幅次于情形一：共和党拿下参议院和众议院。在众议院席位上，共和党整体占据了更大的优势，在参议院席位上，双方只在几个摇摆州存在较为微弱的票数差异，因此如果后续有任何不利于民主党的因素出现，共和党还是存在一定概率，拿下参议院¹。

二、中期选举过程中将有哪些不确定性？

2.1 双方竭力挑起选民投票意愿，放大结果不确定性

当下美国社会割裂、矛盾频发，选民投票意愿高昂，极大加剧了中期选举的不确定性。而本轮选举周期中，民主党和共和党两党均抓住美国民众关注的重点议题，包括通胀问题、经济衰退、移民问题、枪支管控、堕胎案、特朗普受调查案等话题大做文章，加强己方选民投票的意愿，并利用社会话题激活“沉默的选民”投

¹ 民主党也有可能拿下参议院和众议院。但假如民主党要拿下众议院，不仅需要拿下全部的摇摆州，还需要从偏红州内拿到一定票数。因此，该种情形的概率小于情形二。

票。根据目前的预投票结果来看，本届选民投票意愿非常强烈，这会加大最终投票结果与民调结果的差异。

本次中期选举也启动了邮寄票选的方式，会进一步增大整个计票过程的不确定性和戏剧性——正如同 2020 年总统大选中戏剧性的一幕，由于一大批邮寄选票最后集中开票，导致最后关头，拜登在关键州的支持率直线上升，逆转特朗普。

两党在社会重点议题上展开争夺，激起选民投票意愿。

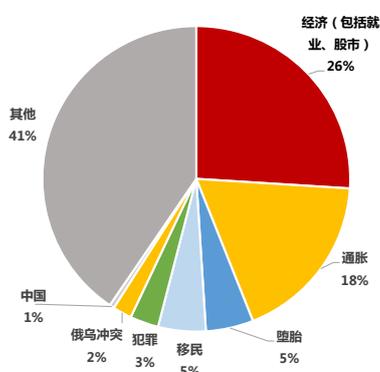
一方面，民主党希望借助“罗诉韦德案”的被推翻，争取更多拥护堕胎权的选民投票。根据哥伦比亚广播公司的 10 月民调，59%的美国人 和 67%的美国女性不支持最高法院推翻罗诉韦德案。有 56%的人相信，美国女性的生活会变得更艰难。其中，郊区选民，尤其是女性选民，是受最高法院判决意见影响最大的群体之一。这部分选民是民主党 2020 年制胜的关键，他们中的大部分（54%）曾经在 2020 年总统大选中支持拜登。最高法院的判决意见无疑会刺激这部分选民的政治诉求，从而有利于民主党（详情可参考我们于 2022 年 7 月 24 日外发的报告《鏖战中期选举，民主党如何出牌？》）。

另一方面，共和党则紧紧抓住经济、通胀等议题，争取更多中间选民。据《纽约时报》10 月开展的民调结果，美国选民已经将经济问题看得越来越重，在 7 月份时，对于“经济”和“通胀”问题的合计关注度为 36%，而在 10 月这一比例已经上升至 44%。

相应的，共和党候选人不断抨击拜登的经济刺激计划是通胀的驱动因素。在处理通胀的问题上，10 月民调数据显示，有 42%的选民表示信任共和党人，27%的选民则信任民主党人。9 月下旬以来，受 OPEC 减产影响，国际原油价格自底部开启小幅反弹，为此拜登加速释放战略石油储备，以平抑油价。

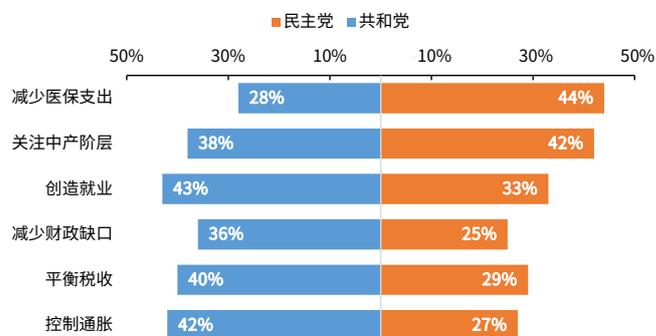
此外，美国积极推动伊核协议谈判，以推动伊朗释放原油供给，稳定国际油价。10 月 25 日，伊朗总统莱希表示，美国应该就伊核协议恢复履约谈判做出决定，而不是拖延和浪费时间。10 月 26 日，美国总统拜登和以色列总统赫尔佐格在白宫举行了会谈，双方重点讨论伊朗问题。接下来一周内国际油价如何演绎，美伊谈判是否能够取得进展，都会在投票前一周踢出“临门一脚”，影响中间派选民对拜登政府控制通胀能力和能否稳固美国在中东地区影响力的信任。

图 3：经济（26%）与通胀（18%）是当前选民最关注的议题



资料来源：《纽约时报》10 月开展的民调结果，光大证券研究所

图 4：在经济问题和通胀问题，选民对共和党信心明显领先民主党



资料来源：CNBC 民调数据

根据预投票结果来看，今年中期选举，美国选民投票意愿大幅上升。随着 11 月 8 日的大选投票日临近，全美多州已经开启了邮寄投票和现场投票的提前投票程序。根据“美国选举项目”（United States Elections Project）数据，截至 10 月 30 日，全美已有超过 2000 万人提前完成了投票。美国全国广播公司(NBC)民意调查也显示，美国选民对中期选举的兴趣很高（70%），而 2018 年中期选举，美国的选民投票百分比仅为 53.4%。

就部分州投票情况看，选民投票意愿较上一届中期选举有了明显提高。例如，佐治亚州有 13.1 万人在提前投票的首日投票，远远超 2018 年中期选举首日的 7.1 万人，增长了 85%。北卡罗来纳州在提前投票开始的当天，共投出超过 18.6 万张选票，高于 2018 年同期的 15.5 万张，增长 20%。俄亥俄州在提前投票的第一周，已有 94.3 万多人投票，比 2018 年的人数增加了 2.7%。

全国范围内，当前民主党选民在早期投票中占比超过共和党，表明民主党选民更为积极。根据 TargetSmart，截至 10 月 31 日，民主党选民已经投了 50.5% 的早期选票，而共和党选民的早期选票为 39.4%，无党派选民为 10.1%。而在 2018 年同期，共和党选民在早期投票中保持领先，占早期选票的 46.1%，民主党为 44.7%，无党派选民为 9.2%，表明今年的中期选举中，民主党选民的积极性明显提高。

但是，仅靠提前投票率很难断定某一方是否会在选举中占优。一是，民主党基本盘有大量移民和少数族裔，这部分群体通过邮寄选票的投票意愿相对较高；而共和党的选民，相对来说更乐于现场投票。二是，今年赛点在参议院，双方仅在几个摇摆州的几个席位上存在微小差异，这一差异最后可能仅凭几万票甚至几千票就会出现逆转。

此外，仍有相当多的年轻人、女性选民未参与投票，将对选举结果起着关键影响。如 10 月的民调发现，有 51% 的 50 岁或 50 岁以上的美国女性选民还未决定要在今年 11 月的中期选举中把选票投给民主党或共和党，每十人中有四人表明，将在选举前才能下决定。此外，截至 10 月 31 日，18-29 岁的选民投了 5.0% 的选票，而 2020 年选举中提前投票阶段其所占的份额为 10.0%。在当前两党选情焦灼的情况下，即使是“最轻微的震动”，这些人群的投票意愿也将进一步放大中期选举结果的不确定性。

2.2 佐治亚州选情胶着，或使结果悬空至 12 月 6 日

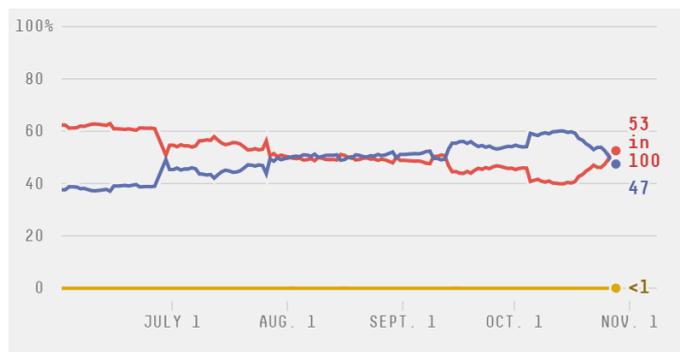
选举结果何时能够落地？一旦两党没有任何一方在 11 月 8 日当天夺得 50 参议员席位，且佐治亚州没有候选人得票率超过 50%，参议院选举结果将延迟至 12 月 6 日揭晓。根据中期选举日程，11 月 8 日各州开启集中投票，但是也有例外。美国多数州均在二季度至三季度陆续开启初选，但路易斯安那州会在 11 月 8 日当天开启初选。而且，路易斯安那州和佐治亚州对胜者得票率有要求，如果第一名得票率不及 50%，则要分别在 12 月 6 日（佐治亚州）和 12 月 10 日（路易斯安那州）开启决选。

根据路易斯安那州选情来看，6 个众议员席位和 1 个换届的参议员席位，目前均有候选人有大幅领先的优势，也即 11 月 8 日大概率便能确定胜者，结果基本没有悬念。但是，佐治亚州则存在变数，共和党和民主党双方的支持率差异，在参

议员席位上较小，胜率不相上下。因而也即存在一定概率，佐治亚州参议员席位，要在 12 月 6 日开启决选。

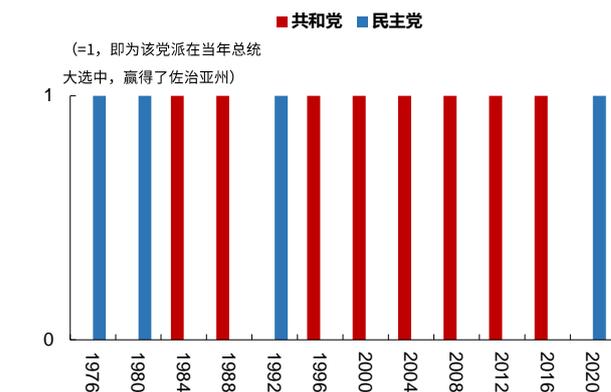
考虑到众议院方面共和党领先优势较大，即使佐治亚州第二选区的众议员席位无法确定，也难以影响共和党拿下众议院。但是参议院方面，双方选情胶着、差异微小，佐治亚州和内华达州均是关键赛点。一旦佐治亚州参议员席位在 11 月 8 日当天无法决出结果，可能会使得参议院选举结果将延迟至 12 月 6 日才能揭晓。

图 5：佐治亚州参议员席位上，共和党和民主党胜算不相上下



资料来源：fivethirtyeight (备注：红色线和蓝色线分别指共和党和民主党赢得选举，黄色线指独立党派赢得席位)

图 6：共和党在佐治亚州拥有历史根基，民主党的基础较为薄弱



资料来源：fivethirtyeight, 光大证券研究所

2020 年的佐治亚州参议员换届，其结果也滞后到 2021 年 1 月 5 日公布，并且成为了美国经济的关键变量。在 2020 年底的佐治亚州的参议院选举中，由于所有候选人支持率均未超过 50%，因此需要举行决选。而在 2021 年 1 月 5 日的决选中，民主党超预期取得胜利，进而获得了参众两院的控制权。此后，拜登政府迅速宣布了 1.9 万亿美元的财政刺激，并且无视共和党反对、以预算协调的方式强行推动了该法案通过。该轮财政刺激法案对美国居民进行了新一轮派现，并且延长了失业补贴发放时间，对美国消费带来了强力支撑。（详情可参考我们于 2021 年 1 月 17 日外发的报告《肆无忌惮的补贴，无处停放的政府杠杆》）。

三、中期选举结果对内政外交的影响

3.1 内政：财政支出将极大受限、加大“硬着陆”风险

当下，美国两党政治立场严重对立。双方政见不同，一定程度上已经超越了所谓的执政方针和价值观，而是“为了反对而反对”，政党政策极大程度服务于政客选举利益，而非美国人民的利益。中期选举后如果两党对峙国会，共和党无疑会给拜登造成强烈的掣肘，尤其是在债务上限和财政支出方面，甚至有可能要撤回民主党人已经推出的财政政策。而如果共和党全面“翻盘”，将会全面限制拜登政府执政能力。无论哪种情况，都会加大美国经济恢复的不确定性，加大经济“硬着陆”风险。

2021年至2022年，拜登政府依靠对于国会两院的掌控，或是与共和党讨价还价，抑或是无视共和党反对、直接开启预算协调，推动了多轮财政刺激政策。包括2021年3月的1.9万亿美元的财政刺激（预算协调），2021年11月的5000亿美元的基建计划，2022年7月的2800亿美元的芯片法案，2022年8月的4300亿美元削减通胀法案（预算协调）。

此外，拜登政府在2022年8月24日宣布了总额约为5000亿美元的削减学贷计划，预计向低收入个人提供1万至2万美元的一次性贷款减免。该计划如果能最终顺利落地，则相当于新一轮“隐形”派现——而且是对于具有一定消费能力的毕业群体、白领阶层进行定向派现，会对美国消费带来一定支撑（详情可参考我们于2022年9月12日外发的报告《拜登学贷计划：美国新一轮财政刺激？》）。

10月17日，白宫正式开放学生贷款减免申请。10月21日，在美国共和党领导的6个州提出上诉后，美国第八巡回上诉法院暂时阻止了总统拜登推出的学生贷款债务减免计划。虽然暂时遭到了共和党的狙击，但白宫依然表态强硬，表示将继续推进贷款申请审查。

然后，中期选举后共和党重掌众议院，预计会严格控制拜登政府支出，并以“债务上限”为筹码，裹挟民主党推进限制移民、限制政府支出等，甚至民主党人已经推进的财政扩张法案、和目前正在推进的学贷计划，也存在被撤回或被阻挠的风险。美国立法权分属于参议院和众议院，众议院享受对征税、拨款法案的优先审议权，参议院享受对内阁官员等任命的权利。简而言之，众议院掌握了“花钱”的权利。一旦共和党在中期选举中夺下众议院，将会在财政预算方面对拜登形成强力掣肘和阻碍。

一是，即将到期的政府“债务上限”，将成为共和党裹挟民主党人推进限制移民、限制政府支出等政策的有力抓手。

2022年10月，美国政府债务不断逼近“上限”。虽然前总统特朗普任内，共和党曾三次提高债务上限。但是在拜登执政期间，共和党人多次反对提高债务上限。2021年12月，美国国会将联邦政府债务上限调高2.5万亿美元至约31.4万亿美元，并将财政部的借款授权延长至2023年。然而，在2022年10月3日，美国国债总额首次超过31万亿美元，再次逼近31.4万亿美元的“上限”。

这就意味着，在拜登的后半任期中，美国国会将再次面临是否提高“债务上限”的抉择。在共和党重返国会的背景下，“债务上限”将成为共和党裹挟民主党

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48187

