

拜登基本确认胜选的影响几何？

报告导读/核心观点

伴随近日部分关键州选举结果的认证核验完毕，美国大选结果接近尘埃落定，未来两年美国大概率将呈现拜登主政，国会分立的政治格局。

□ 大选结果接近落定，美国大概率将呈现拜登主政、国会分立格局

伴随近日宾夕法尼亚、乔治亚以及密歇根等关键摇摆州选票认证完毕，2020年美国大选接近尘埃落定，拜登基本确认将成为新一届美国总统。伴随特朗普默许拜登与白宫总务管理局对接并开展工作交接，特朗普或已放弃后续进一步通过司法流程上诉的可能。国会选举方面，众议院选举结果已基本确认，民主党将继续作为多数党执政2年。参议院方面，当前共和党以50:48占据席位领先，仅剩乔治亚州两大席位需1月5日二轮选举后方可确认，目前来看共和党大概率将继续占据多数席位。

□ 财政政策影响：绿色基建+加税组合拳兑现较难，财政刺激规模将不及预期

根据选前主张，拜登在财政领域主张大规模基建（规模超2万亿美元）和加税方案。虽然其政策理念有利于基建落地但大概率将受阻于国会两党分立格局导致无法推进，“基建+加税”组合拳兑现较难。

新一轮财政刺激方案规模可能低于10000亿美元且年内可能无法落地。时间方面，预计两党年内的谈判重点将集中于新一轮政府预算案，如无法谈妥则白宫存在停摆可能。规模方面，在特朗普介入推动谈判进程前，共和党内的最高出价未超1万亿美元；如果立法时间拖入2021年，则疫苗的推进可能进一步使得国会尤其是共和党官员对于高规模刺激方案的必要性存疑，最终刺激规模大概率将不及预期。

□ 货币政策影响：短期持续宽松，中期宽松收敛，长期紧缩提前

拜登上台后短期内货币政策宽松将延续，预计2021年H1美联储仍将保持每月1200亿美元或以上的流动性投放速度。伴随H2经济内生修复能力回升，货币政策边际宽松速率可能收窄。除此之外，美联储可能再度重启2012年量化宽松过程中的扭曲操作。即在买入长期国债的同时，卖出部分短期国债，可以在避免扩表速度过快的同时，将长期国债收益率继续维持在较低水平。长期来看，美联储紧缩周期可能提前。

□ 外交环境影响：国际贸易环境趋稳，主打意识形态与重返亚太

一是主张将民主价值观置于外交政策的核心，当前各类民主和人权相关的法案均会继续严格执行，更重“意识形态”。二是将带来相对更稳定的贸易环境。将拥抱“美加墨协定”，CPTPP协定可能重返。我们认为拜登上台以后贸易摩擦会明显减弱。三是外交理念主张“重返亚太”以及“亚太再平衡”战略，可能继续深化与印度、澳大利亚、日本所谓的“印太组织”并在地缘领域持续施压；伊核协议可能重返。四是对华金融制裁的可能性逐渐下降。五是科技领域将继续高压，但可能更注重于规则制定等发挥美国话语权优势的战术。

□ 资本市场影响：美股走势分化，美债收益率上行

美股方面，2021年美股可能在短期上涨后分化，纳斯达克涨势可能趋弱，道琼斯、标普两大指数可能呈现出更强的相对收益，主因是当前政治格局下潜在货币与财政政策红利的边际收敛，市场风格可能注重于基本面回归。此外，需关注12月11日美国政府潜在停摆风险对美股的情绪影响。

美债方面，伴随美国经济修复以及通胀水平的缓慢抬升，我们预计国债收益率上行将是确定性趋势，鉴于财政刺激规模可能不及预期，上行速率可能趋缓，预计2021年末美国10年期国债收益率约1.2%-1.3%。

美元方面，我们预计拜登政府主政不改美元长期走弱趋势，2021年美元将继续维持全年震荡，中枢下行态势。

风险提示：大选司法争议再生变数；美国政府停摆风险

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1《四道令牌暂缓美国财政断供之忧》2020.08.10
- 2《比整体民调更重要的是摇摆州民调-美国大选系列研究一》2020.08.15
- 3《国会改选重要性不亚于总统大选-美国大选系列研究二》2020.08.15
- 4《民主党全国大会传递了什么信息-美国大选系列研究三》2020.08.21
- 5、《财政博弈引发市场波动但无碍美联储宽松-美国大选系列研究四》2020.09.05
- 6、《特朗普确诊新冠怎么看？-美国大选系列研究七》2020.10.02
- 7、《邮递选票是特朗普拒绝潜在败选结果的续命抓手--美国大选研究八》2020.10.12
- 8、《特朗普未把握辩论窗口，大选夜重点看四大关键州》2020.10.23

报告撰写人：李超

正文目录

1. 大选接近落定，美国大概率将呈现拜登主政、国会分立格局	3
2. 拜登上任后美国 2021 年政策面展望	3
2.1. 财政政策展望：绿色基建+加税组合拳兑现较难，财政刺激不及预期	3
2.1.1. 两院分立后，绿色基建+加税政策落地较难	3
2.1.2. 新一轮财政刺激方案可能延至 2021 年，规模或低于 1 万亿美元	5
2.2. 货币政策展望：短期持续宽松，中期宽松收敛，长期紧缩提前	5
2.3. 外交政策展望：国际贸易环境趋稳，主打意识形态与重返亚太	6
3. 资产价格影响：美股走势分化，美债收益率上行，美元震荡走弱	7
风险提示	8

图表目录

图 1：地方政府财政支出中的基建投资占比逐渐下行（%）	3
图 2：PPP 资金参与基建建设的数量逐渐下行（个）	3
图 3：今年外资净卖出长期美债规模已近 2000 亿美元	7
图 4：预计 2021 年末政府部门广义杠杆率将达到 140%	7
表 1：拜登的加税政策梳理	4
表 2：拜登加税政策在第一任期内的增收效应（十亿美元）	4
表 3：拜登对于个人的加税政策实际为劫富济贫	4
表 4：美国国会立法情况梳理	5
表 5：拜登在民主党政策纲领以及此前政策倡议中的理念梳理	8

1. 大选接近落定，美国大概率将呈现拜登主政、国会分立格局

伴随近日宾夕法尼亚、乔治亚以及密歇根等关键摇摆州选票认证、核验完毕，2020年美国大选基本尘埃落定。本周，特朗普已默许美国白宫总务管理局配合拜登开始总统交接的准备工作，代表特朗普或已主观放弃后续进一步通过司法流程上诉的可能，虽然部分州的诉讼仍在继续，但总统选举结果再次出现变数的可能性较低，拜登基本确认将成为下一届美国总统。

国会方面，众议院选举结果已基本确认，民主党将在2021-2022年间继续作为多数党执政。参议院方面，当前共和党以50:48占据席位领先，仍需等待1月5日佐治亚州的两场二轮选举（首轮选举人候选人得票率均未超过50%，根据州法律规定需进行二轮选举）方可最终确认结果。首轮选举中共和党议员选情明显领先，如无意外在两场二轮选举中至少胜出一场的可能性较大，则共和党可确认多数党席位。综上，2021年美国政治大概率将呈现拜登主政，国会两院分立的割裂格局。

2. 拜登上任后美国2021年政策面展望

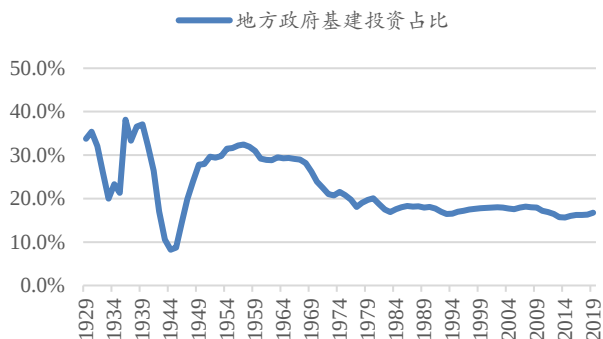
2.1. 财政政策展望：绿色基建+加税组合拳兑现较难，财政刺激不及预期

2.1.1. 两院分立后，绿色基建+加税政策落地较难

根据选前主张，拜登在财政领域主张大规模基建（规模超2万亿美元）和加税方案。我们认为在国会两院大概率保持分立的格局下，这一组合拳兑现较难。

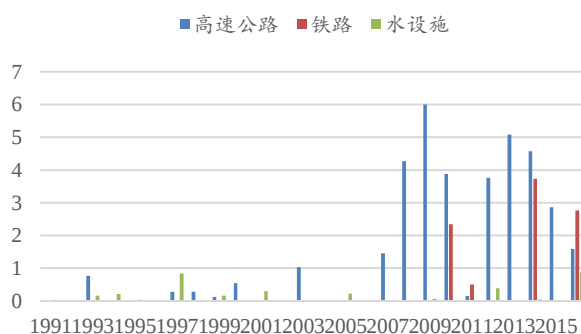
此前多位美国总统均在上任前以基建作为主要政策主张但均未有效兑现。过去美国基建项目无法有效推进的原因主要有两点：一是缺乏有效的资金来源。根据CFR统计，美国公共基础设施建设中只有25%的资金出自联邦政府，联邦政府和通过PPP撬动的私人资本是主要的出资方。近年来，地方政府和私人资本参与基建投资的热情同样大幅下降，联邦拨款及投资始终未能有显著增加，这使得美国基建每况愈下。二是美国基建项目面临严格的环保核查，导致“铁公基”等大兴土木的项目在落地建设过程中面临层层阻碍。因此，上述两项问题是否能够有效解决在很大程度上决定了基建投资是否能够有效开展。

图 1：地方政府财政支出中的基建投资占比逐渐下行（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：PPP 资金参与基建建设的数量逐渐下行（个）



资料来源：CBO, 浙商证券研究所

拜登上台后，虽然其政策理念有利于基建落地但大概率将受阻于国会两党分立格局导致无法推进。一是拜登主打加税和增加财政支出的组合拳，其加税带来的财政收入可以有效改善政府财政状况并为基建提供切实的资金来源。但当前国会两党分

立，共和党主张减税，拜登的加税方案落地概率较小无法为基建提供有效的资金支持。二是民主党人在新一轮财政刺激方案中主张加大对州和地方政府的财政援助，可以有效缓解地方政府的财政问题并为基建换取空间，但共和党对地方政府援助极为抗拒可能导致这一措施同样无法成行。

即便后续立法过程可以推进，我们认为拜登的计划在 2021 年便实际落地的概率仍然较低。一是基建推进的核心仍然是资金来源问题，因此需要加税作为前置方案，而将企业税率由 21% 提升至 28% 是拜登税改方案中的核心措施，这一措施也将对经济潜在增速产生较大的下行压力（美国税务基金会测算对经济增长的潜在压力接近-1%）。当前美国疫情二次复发，2021 年仍将是美国的疫后修复期，为防止经济承压预计不会立刻开展加税，实际落地可能需 2022 年美国进入经济稳态后再开展。综上，明年美国在财政领域的主旋律仍然是新一轮财政刺激方案的延续，不会有基建或税改政策落地。

表 1：拜登的加税政策梳理

分项条款	对经济增速的影响
对超过 40 万美元的收入征收 12.4% 的薪资税	-0.18%
收入超过 100 万美元的资本利得和股息按 39.6% 的税率征税	-0.02%
将遗产税和赠与税恢复到 2009 年的水平	-0.15%
收入超过 40 万美元的人，将分项扣除税收优惠限制在 28%	-0.09%
将企业所得税提高到 28%	-0.97%
对企业账面收入征收 15% 最低税	-0.21%
合计	-1.62%

资料来源：Tax Foundation General Equilibrium Model, 浙商证券研究所

表 2：拜登加税政策在第一任期内的增收效应（十亿美元）

	2021	2022	2023	2024	合计
稳态增收	\$143	\$336	\$382	\$404	1265
动态增收	\$129	\$284	\$314	\$343	1070

资料来源：Tax Foundation General Equilibrium Model, 浙商证券研究所

表 3：拜登对于个人的加税政策实际为劫富济贫

收入阶层	2021	2030	长期影响
0%-20%	10.8%	-0.2%	-1.2%
20%-40%	3.6%	-0.2%	-1.2%
40%-60%	1.4%	-0.3%	-1.3%
60%-80%	0.6%	-0.5%	-1.4%
80%-100%	-3.9%	-3.0%	-3.8%
80%-90%	0.1%	-0.6%	-1.5%
90%-95%	-0.2%	-0.7%	-1.6%
95%-99%	-1.3%	-1.1%	-2.1%
99%-100%	-11.3%	-7.7%	-8.9%
TOTAL	-1.2%	-1.9%	-2.8%

资料来源：Tax Foundation General Equilibrium Model, 浙商证券研究所

2.1.2. 新一轮财政刺激方案可能延至 2021 年，规模或低于 1 万亿美元

在两院分立的情况下，我们预计新一轮财政刺激方案规模可能低于 10000 亿美元且年内可能无法落地。

时间方面，目前国会已进入感恩节假期，年内两院仅剩 12 月上旬两周的共事时间，预计彼时两党的谈判重点将集中于新一轮政府预算案无暇顾及财政刺激方案。9 月两党达成的临时预算案将于 12 月 11 日到期，如果在此之前无法达成新一轮预算案或过渡法案，白宫将面临停摆。

规模方面，在特朗普介入推动谈判进程前，共和党内的最高出价未超 1 万亿美元，如果立法时间拖入 2021 年，则疫苗的推进可能进一步使得国会尤其是共和党官员对于高规模刺激方案的必要性存疑，最终刺激规模大概率将不及预期。虽然近期耶伦可能就任财政部长的预期小幅提振市场情绪，其偏鸽派的政策理念以及上任后财政、货币政策协同度的潜在加强空间均有利于风险偏好提升，但最终财政方案拟定的决策权仍需以国会为准，我们认为不应对耶伦就任后对财政的刺激力度盲目乐观（当国会两院归属同一党派时，政策推行效率提高，平均立法成功率达 4.3%。当国会两院分立时，政策推行难度加大，平均立法成功率大幅下降至 2.1%）。

近期美国财政部更是要求美联储交还 5 项由《CARES 法案》提供资金支持的紧急贷款工具下的剩余资金，规模共计 4550 亿美元，包括：公司债支持工具（PMCCF&SMCCF，目前使用 458 亿），市政流动性工具（MLF，目前使用 166 亿），中小企业救助贷款（MSLP，目前使用 429 亿）和资产支持证券流动性工具（TALF，目前使用 123 亿），并将于 12 月 31 日到期后不再续作。这一举措进一步传达了当前两党在财政刺激领域的分歧以及特朗普政府在卸任前的“跛脚鸭”时期内拒绝配合的态度。

表 4：美国国会立法情况梳理

国会届数	时间	参议院	众议院	立法发起数	最终立法数	立法率	在任总统	所属党派
116th	2019-2021	共和党 (53)	民主党 (235)	14675	158	1.1%	特朗普	共和党
115th	2017-2019	共和党 (51)	共和党 (241)	13556	443	3.3%	特朗普	共和党
114th	2015-2017	共和党 (54)	共和党 (247)	12063	329	2.7%	奥巴马	民主党
113th	2013-2015	民主党 (53)	共和党 (234)	10637	296	2.8%	奥巴马	民主党
112th	2011-2013	民主党 (51)	共和党 (242)	12299	284	2.3%	奥巴马	民主党
111th	2009-2011	民主党 (57)	民主党 (257)	13675	385	2.8%	奥巴马	民主党
110th	2007-2009	民主党 (49+2)	民主党 (233)	14038	460	3.3%	小布什	共和党
109th	2005-2007	共和党 (55)	共和党 (233)	13068	483	3.7%	小布什	共和党
108th	2003-2005	共和党 (51)	共和党 (229)	10667	504	4.7%	小布什	共和党
107th	2001-2003	交替 (独立成员迁移)	共和党 (220)	10789	383	3.5%	小布什	共和党

资料来源：美国国会，浙商证券研究所

2.2. 货币政策展望：短期持续宽松，中期宽松收敛，长期紧缩提前

拜登曾在 2020 年民主党政策纲领中的金融章节明确提出“扭转美国经济过度金融化的局面，推进零售银行与投行的分业经营。加强执行《多德-弗兰克金融法案》，落实沃克尔规则。”从这一政策理念可以看出拜登并不主张过量流动性的投放。虽然，货币政策由美联储自主决策，但仍有可能受到执政总统影响。影响渠道如下：

一是总统的执政理念可能影响美联储主席及票委会的货币政策决策。二是拜登可能通过推进国会立法的形式加强金融市场监管。三是当前美联储理事仍有 2 位空

缺，拜登可能通过提名政策理念更为“契合”的鹰牌理事并由参议院确认后进入美联储票委，从而间接影响美联储货币政策执行。在此基础上，拜登上台后短期内货币政策宽松仍将延续，尤其是 2021 年 H1，预计美联储仍将保持每月 1200 亿美元或以上的流动性投放速度，但 Q3-Q4 或面临货币政策边际宽松速率收窄，长期来看美联储的紧缩周期可能提前。原因如下：

一是 H1 的宽松可以配合财政刺激方案的临时性支出需求，新一轮财政方案中将接续 PPP 和额外的失业救济金政策，此外可能开启居民新一轮现金申领。但上述措施将以短期措施为主，预计持续时间不会超过 2 个季度，H1 的持续购债可以为此类措施提供债务发行支持。

二是美国疫情再次复发，当前 CDC 预期疫苗需在明年二季度方可得到广泛使用，2021 年 H1 仍将是后疫情时代的生产修复期，低利率环境有助于刺激企业贷款以及居民购房需求。

三、四季度后，伴随经济内生修复能力回升，货币政策边际宽松速率可能收窄。除此之外，我们判断美联储可能再度重启 2012 年量化宽松过程中的扭曲操作。即在买入长期国债的同时，卖出部分短期国债，但卖出规模低于买入规模。美联储当前资产总规模已升至历史新高，2021 年初预计规模将达到 7.4-7.5 万亿美元。进行扭曲操作可以在避免扩表速度过快的同时，将长期国债收益率继续维持在较低水平。

2.3. 外交政策展望：国际贸易环境趋稳，主打意识形态与重返亚太

一是主张将民主价值观置于外交政策的核心，当前各类民主和人权相关的法案均会继续严格执行。在外交层面相较特朗普将轻“经济利益”，更重“意识形态”。目前拜登已提名前美国副国务卿安东尼布林肯作为下一任国务卿，其曾在近期访谈中明确美国需要在外交中维护自身的民主价值观。

二是将带来相对更稳定的贸易环境。拜登不主张逆全球化，其政策纲领中明确指出拥抱“美加墨协定”；CPTPP 协定是拜登作为奥巴马副总统时期的产物，可能在其上任后重返。诸如越南、墨西哥等中美贸易摩擦中我国产业的替代国未来可能会在这一协议项下获得与美国交易更优惠的贸易条件，短期影响有限但从长期来看可能加速我国订单转移，其中对我国产业链依赖程度低、附加值低的订单更易发生转移。另外，拜登主张减少对他国产业链的依赖，未来可能与日本协同再度操控产业链转移，但我们认为产业链回迁美国的可能性较小。拜登预计会通过多边机制限制中国在贸易领域的优势，而非双边。

三是外交方面，拜登上台以后的外交理念可能重回奥巴马时期的轨道，主张“重返亚太”以及“亚太再平衡”战略，可能继续深化与印度、澳大利亚、日本所谓的“印

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_1259

