

拜登当选，我们该乐观还是谨慎？

引言：2020 年的美国大选的结果正在变得更加清晰：拜登当选美国总统，共和党控制参议院，民主党控制众议院。根据拜登的竞选主张和民主党的一贯原则，市场普遍认为不确定性消除、刺激法案有望推出、中美关系短期缓和，这在短期推升了市场的风险偏好，“拜登交易”带来风险资产价格的上升。但客观的进行深层次思考后，当前的美国政治格局对中国和资本市场或许还需要保持一份谨慎。

一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转。随着摇摆州宾夕法尼亚州翻蓝，美国民主党候选人乔·拜登已经拿下超出 270 张选举人票，在美国第 46 届总统选举中获胜。与此同时，哈里斯将成为美国历史上第一位有色人种女性副总统。国会大概率将延续当下众议院民主党主导、参议院共和党主导的分裂形势。具体来看，拜登可以获得本轮选票优势主要在于邮寄投票和铁锈地带的反转，而其根源则来自于疫情。首先，由于民主党选民更倾向邮寄选票的方式，所以出现了拜登后来追上的情况。其次，在部分铁锈地带，疫情的发展打败了“美国制造业回流”的口号。

二、即使重新计票，特朗普能够反败为胜的概率较小。特朗普曾表示“不承诺会和平移交权力”，所以对邮寄选票的合法性必然会提出争议。特朗普表示，1) 批判媒体的舆论导向，认为帮助拜登急于假扮成赢家；2) 许多州的计票是非合法的，需要重新计算票数；3) 直到他认为所有选票都是合理的被重新计算，不然不会善罢甘休。未来特朗普主要针对的是佐治亚州、宾州和威斯康星州。虽然特朗普申请计票被法院接受通过的概率较大，但我们认为特朗普上诉后能够反败为胜的概率很小。首先，大多数邮寄选票舞弊的指控其实毫无根据，而剩余的少数指控中大多数都显示出违规行为和其他形式的选举不当行为，总体而言美国的投票欺诈率在 10 万分之 4 至 10 万分之 9 之间。其次，复盘 2000 年和 2016 年的大选结果来看，除非存在两者之间票数差距较小，不然即使启动了在全州范围内的重新计票程序，最终效果也有限，而目前特朗普在威斯康星和宾州和拜登之间的差距相差较大。

三、拜登上台政策刺激温和、种族矛盾难以有显著改善、但有望重塑美式价值观。从内政来看，拜登比特朗普能更有效应对疫情，财政政策刺激将会变得相对温和。加税周期至少会在疫情出现明显好转、经济确认进入企稳回升通道、货币宽松政策退出之后才会出现。预计对金融的监管将温和趋严。从贫富差距和种族歧视来看，虽然民主党始终是致力于在不同群体之间寻求利益的平衡，但人口和全球化仍然给这一诉求带来挑战。对外来看，拜登政府希望重塑美式价值观，恢复全球的影响力，其执政期间的政策更遵循一个合乎预期的框架：1) 预计拜登上台中美贸易将有所缓和，华关税大概率会被“有条件性”地取消；2) 从金融方面来看，拜登对华的金融制裁战略将超过特朗普，局部制裁的可能性较大；3) 从科技方面来看，拜登可能会采取“半封锁，半追着跑”的原则。（一边继续对中国实施技术封锁，一边加大美国在科研方面的投入）

四、拜登当选后，我们该乐观还是谨慎？拜登当选后，对市场的利好主要表现在不确定性消除、中美关系缓和和科技行业估值提升三个方面。首先，拜登当选带来的不确定性消除，有助于提高整体风险偏好。其次，拜登当选后，中美关系存在一个短期缓和的时间窗口。第三，民主党对待科技行业的态度，有助于整体估值提升。虽然市场对拜登上台做出了相对乐观、积极的定价，但拜登领导下的美国政府的对华策略并没有明显转变，其中相对友好的策略也不可能没有成本，因此，我们仍需保持相对谨慎。首先，拜登政府短期推出重大改革法案的难度较高。一方面，特朗普对拜登当选明显“不承认”，更加不会“绅士”地向民主党让渡权力，反而更有可能在政府权力交接当中，出台一些更加激进的措施，这势必对市场产生部分影响。另一方面，分裂的参议院也对民主党政策出台形成掣肘。第二，拜登有关加税和货币收紧的举措能否实施需要重点关注。由于拜登政府在货币和财政方面的宽松力度低于特朗普政府，美国的名义利率、美元指数可能都存在一定的上行压力，这势必会导致金融条件的收紧，从而对整体资产估值产生负向影响。第三，“拜登交易”对中国资本市场的影响强度其实并不高。一方面，即使拜登上台后中美关系短期真的有所缓和，但美国两党对华遏制的大方向并没有发生改变，只是对抗方式有所变化（其实很难判断中国对哪种对抗方式的应对更好）。另一方面，当前中国资本市场更加关注的还是国内的基本面、政策和预期的变化，而盈利定价相对比较充分、流动性和财政难以进一步大幅宽松、市场预期趋于中性是当前中国资本市场比较确定的基本面。

风险提示：

- 1、短期特朗普政府采取激进措施，导致政府不能以和平手段移交；
- 2、拜登政府对华的态度并不像市场预期的那么友好，在技术、金融和经贸领域与中国的摩擦进一步升温；
- 3、新一届美国政府利用国际关系对中国形成围堵，加大中国在经济结构转型、构造新型科技社会的难度。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转	3
二、即使重新计票, 特朗普能够反败为胜的概率较小	8
三、拜登上台政策刺激温和、种族矛盾难以有显著改善、但有望重塑美式价值观	9
四、拜登当选后, 我们该乐观还是谨慎?	13

图表目录

图表 1: 拜登在一些关键摇摆州反超	3
图表 2: 众议院开票情况	4
图表 3: 参议院开票情况	4
图表 4: 目前剩余选票占比	4
图表 5: 现场投票率呈下行趋势	6
图表 6: 邮寄选票截至时间	6
图表 7: 共和党倾向于现场投票	6
图表 8: 支持特朗普大选当日现场投票	6
图表 9: 威斯康星每日新增病例不断刷新高	7
图表 10: 密歇根每日新增病例不断刷新高	7
图表 11: 主要州可以开启重启计票的标准	9
图表 12: 服务行业复苏缓慢	10
图表 13: 疫情下贫富差距拉大	10
图表 14: 美国拉丁裔人口持续增长	11
图表 15: 拜登 (BIDEN) 在经济政治上的立场观念	12
图表 16: 美国选举的尘埃落定带动风险偏好回升 (风险溢价回落)	14
图表 17: 美国选举结果逐渐清晰带来政策不确定性的回落	14

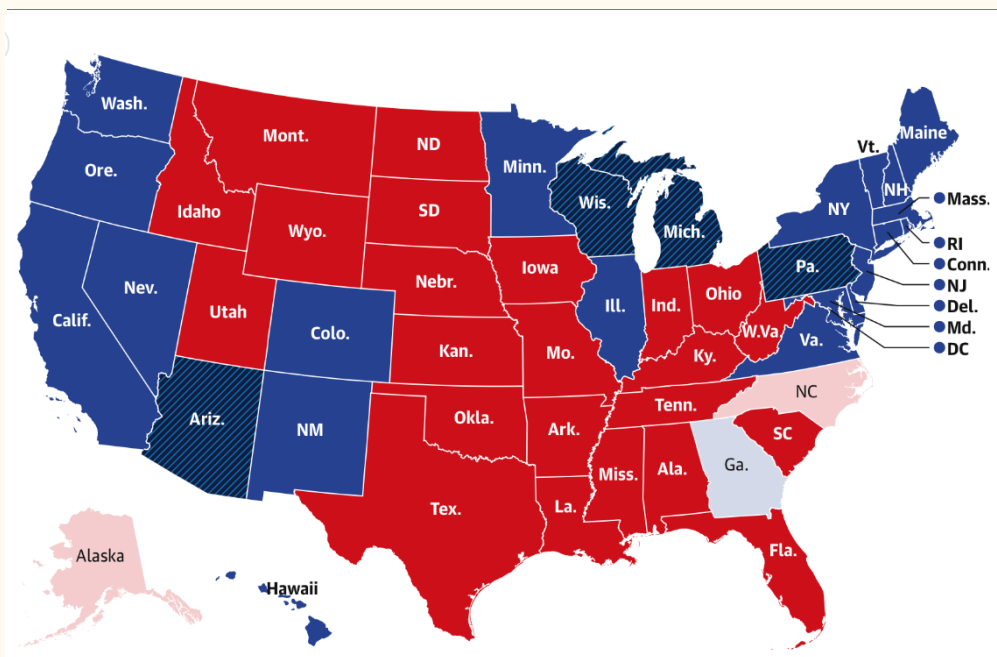
引言：

2020 年的美国大选的结果正在变得更加清晰：拜登当选美国总统，共和党控制参议院，民主党控制众议院。根据拜登的竞选主张和民主党的一贯原则，市场普遍认为不确定性消除、刺激法案有望推出、中美关系短期缓和，这在短期推升了市场的风险偏好，“拜登交易”带来风险资产价格的上升。但客观的进行深层次思考后，当前的美国政治格局对中国和资本市场或许还需要保持一份谨慎。

一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转

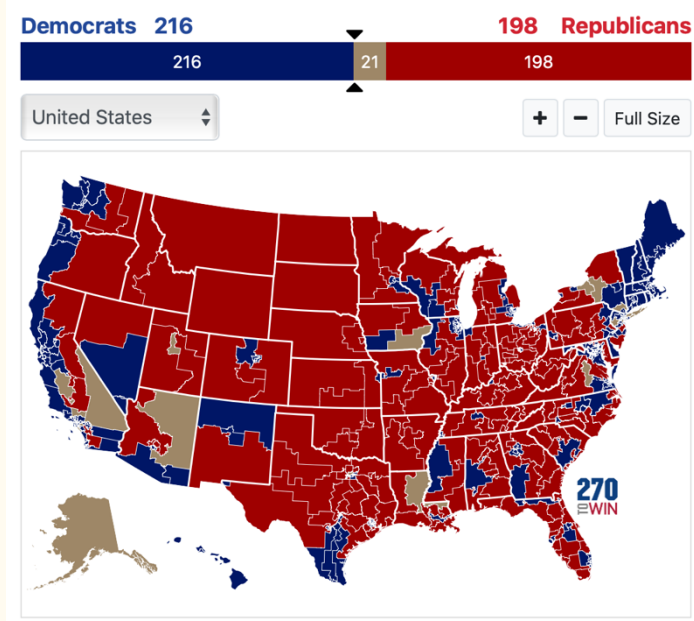
拜登打败特朗普，赢得了美国总统大选。随着摇摆州宾夕法尼亚州翻蓝，美国民主党候选人乔·拜登已经拿下超出 270 张选举人票，在美国第 46 届总统选举中获胜。美联社（Associated Press）于美东时间周六上午 11 点 25 分称，在宾州 99% 的选票已经清点完毕的情况下，拜登赢得了 290 票，超过赢得白宫所需的 270 票。拜登在周六选举结果公布后发声明表示“面对前所未有的障碍，再次证明了民主在美国心脏深处”。与此同时，哈里斯（Kamala Harris）将成为美国历史上第一位有色人种女性副总统。从党派来看，当前参议院两者不相上下，众议院民主党可能随着邮寄选票开票进程占优，国会大概率将延续当下众议院民主党主导、参议院共和党主导的分裂形势。

图表 1：拜登在一些在关键摇摆州反超



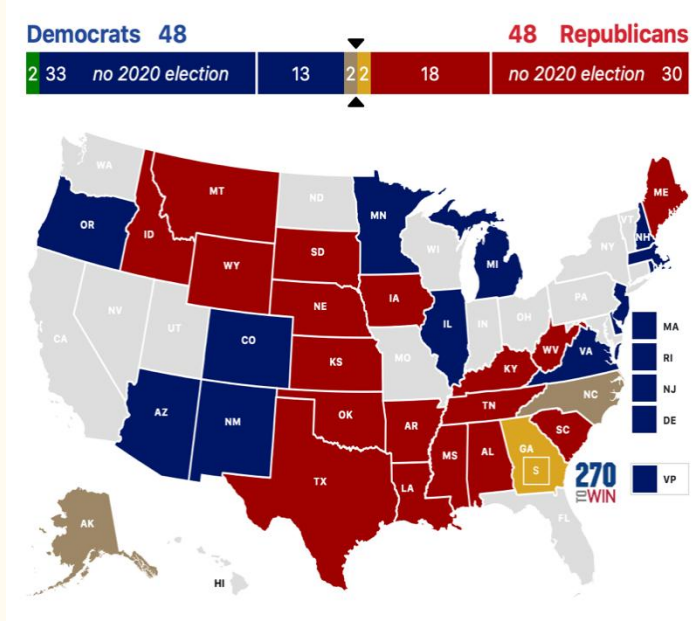
来源：The Guardian，国金证券研究所

图表 2：众议院开票情况



来源：270twin，国金证券研究所

图表 3：参议院开票情况



来源：270twin，国金证券研究所

从摇摆州整体情况来看，拜登在一些州最终实现反超。截至 8 号，根据 The Guardian 公布的数据显示，佐治亚州现在全部解票，特朗普和拜登票数比从 5 号的 49.7%和 49.1%到最终 49.3%和 49.5%，拜登反超获得该州 16 张候选人票；北卡现在全部解票，特朗普和拜登票数比最终为 50.1%和 48.7%；宾州现在全部解票，特朗普和拜登票数最终比为 49.1%和 49.7%，差距从 4 号特朗普领先 12%到目前拜登反超已获得宾州的 20 张候选人票；内华达现在全部解票，在该州一直保持领先的拜登最终以 2.2 个百分点的优势获得胜利。

图表 4：目前剩余选票占比

州	剩余选票占比	剩余选票	最终差距	目前领先	总览
佐治亚 (Georgia)	已全部解票	——	+9,160	拜登	长期以来，乔治亚州一直是共和党的大本营，但由于黑人选民的不不断增加，最近变得更像是一个战场州。在 2018 年的州长选举中，共和党人布莱恩·坎普(Brian Kemp)仅以 1.4 个百分点的优势击败了民主党人斯泰西·艾布拉姆斯(Stacey Abrams)。
北卡(North Carolina)	已全部解票	——	+75,371	特朗普	北卡罗来纳州历来倾向共和党，但近年来竞争日益激烈。该州最近的投票模式反映了全国范围内更加两极分化的趋势，城市更倾向于民主党，而农村地区则更倾向于共和党。
宾州 (Pennsylvania)	已全部解票	——	+37,355	拜登	在 2016 年大选中，宾夕法尼亚州是向川普倾斜的最大州之一。特朗普仅以 0.7 个百分点的优势赢得了该州，这是自 1992 年以来该州首次转为共和党。
佛罗里达 (Florida)	已全部解票	——	+374,500	特朗普	自 1964 年以来，佛罗里达州除了一次总统选举外，在其他所有的总统选举中都选了最终的获胜者。它也是人口最多、选举人团票数最多的摇摆州。
密歇根 (Michigan)	已全部解票	——	+135,605	拜登	川普在 2016 年以 0.2 个百分点的优势赢得密歇根州，这是所有州中差距

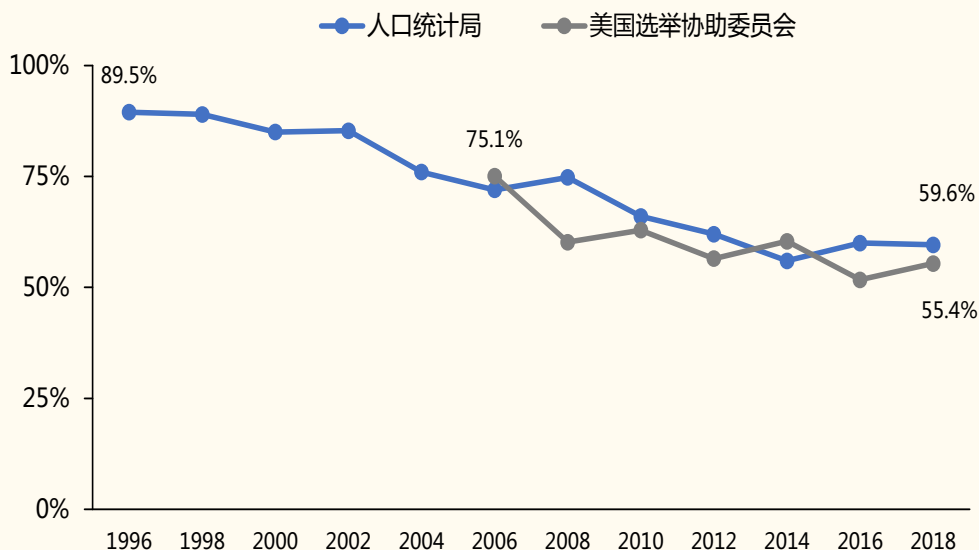
					最小的。在此前的六次选举中，该州始终把票投给了民主党。
威斯康星（Wisconsin）	已全部解票	——	+20,534	拜登	从 1988 年到 2012 年，威斯康星州在所有的总统选举中都支持民主党候选人，尽管有时差距非常小。2016 年，尽管特朗普在民调中处于劣势，但他还是成功扭转了这个局面。
亚利桑那（Arizona）	已全部解票	——	+79,173	拜登	亚利桑那州上次选举民主党总统是在 1996 年，但随着拉美裔在选民中所占比例的增加，该州的竞争日益激烈。

来源：The Guardian, 国金证券研究所

拜登能够获得本轮选票优势主要在于邮寄投票和铁锈地带的反转，而其根源则来自于疫情。我们在《2020 年美国大选的“变”与“不变”-疫情背景下的党政分化和世界格局变迁》中提过，疫情是本轮大选的最主要主线，也是今年最大的变量。受疫情的影响，美国所有州均放开了邮寄投票限制，由于邮寄选票耗时时间较长，一般周期为一个月左右，所以如果选民能够在 10 月 3 号之前邮寄出选票，那么能够在大选之日之前得到确认。但由于本轮大选邮寄选票占比大幅激增，已有好几个州同意将邮寄选票的截至日往后挪，所以导致本轮大选能够出结果的时间点也往后挪。

1) 由于民主党选民更倾向邮寄选票的方式，所以出现了拜登后来居上的情况。首先，从历史情况来看，邮寄选票率呈持续上涨的事态，而现场投票呈下行。根据人口普查局的选举调查，1996 年高达 89.5% 的选民在选举当日现场投票，但这一比重逐年下滑，自 2014 年以来，每个选举周期的现场投票率均在 60% 以下；同样，美国选举协助委员会调查收集的数据显示选民在选举日当天现场投票的比率从 2006 年的 75.1% 下降到 2018 年的 55.4%。其次，疫情加速了邮寄选票的上升趋势。民主党选民比起共和党选民对疫情的重视程度较高，认为聚集性现场投票可能会导致新冠传染率上行，所以更倾向于邮寄投票，而共和党选民对疫情的重视程度较低，且部分是特朗普的死忠粉，所以更倾向于现场投票。根据民调数据显示，将近 68% 的共和党选民倾向于现场投票；而民主党选民中，超过 55% 支持邮寄投票。所以出现了本轮大选出现起初特朗普领先于拜登，但随着邮寄选票的开票，拜登在主要几个摇摆州的支持率出现大幅上涨，最终结果出现了反转。

图表 5：现场投票率呈下行趋势



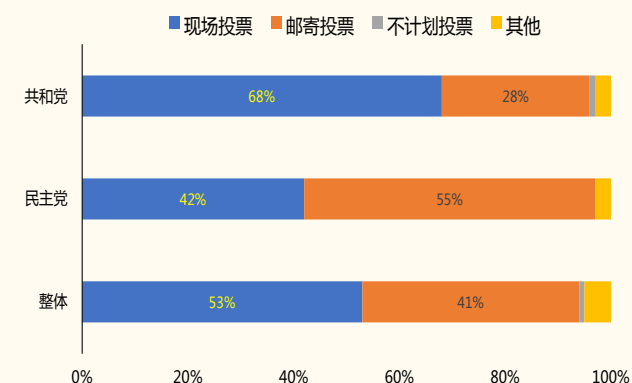
来源：美国人口统计局、美国选举协助委员会，国金证券研究所

图表 6：邮寄选票截止时间

	邮寄选票截止时间（美国东部时间）
北卡罗来纳州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 12 日寄达的邮寄选票
宾夕法尼亚州	选票在 11 月 3 日晚上 8 点之前寄出，11 月 6 日下午 5 点之前到达
内华达州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 10 日寄达的邮寄选票
佐治亚州	11 月 3 日晚 7 点前寄达
爱荷华州	如果邮戳日期不晚于 11 月 2 日，接受最晚 11 月 9 日寄达的邮寄选票
得克萨斯州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 4 日寄达的邮寄选票
俄亥俄州	如果邮戳日期不晚于 11 月 2 日，接受最晚 11 月 13 日寄达的邮寄选票
佛罗里达州	11 月 3 日晚 7 点前寄达
威斯康星州	11 月 3 日晚 8 点前寄达
新罕布什尔州	11 月 3 日晚 8 点前寄达
亚利桑那州	11 月 3 日晚 7 点前寄达

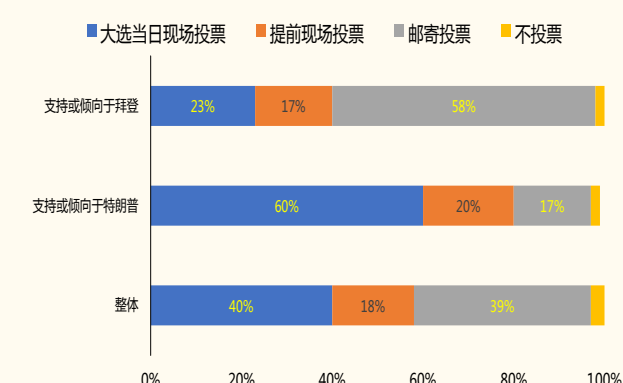
来源：ballotpedia，国金证券研究所

图表 7：共和党倾向于现场投票



来源：Pewresearch，国金证券研究所

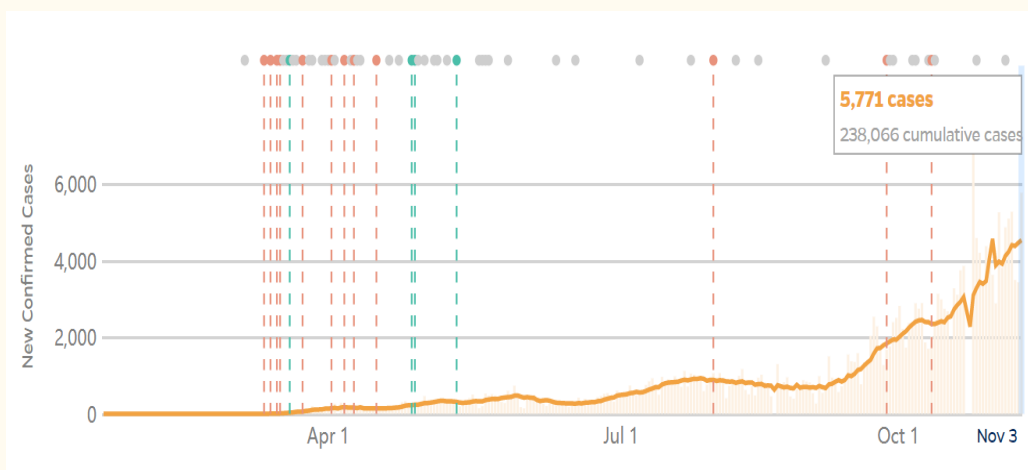
图表 8：支持特朗普大选当日现场投票



来源：Pewresearch，国金证券研究所

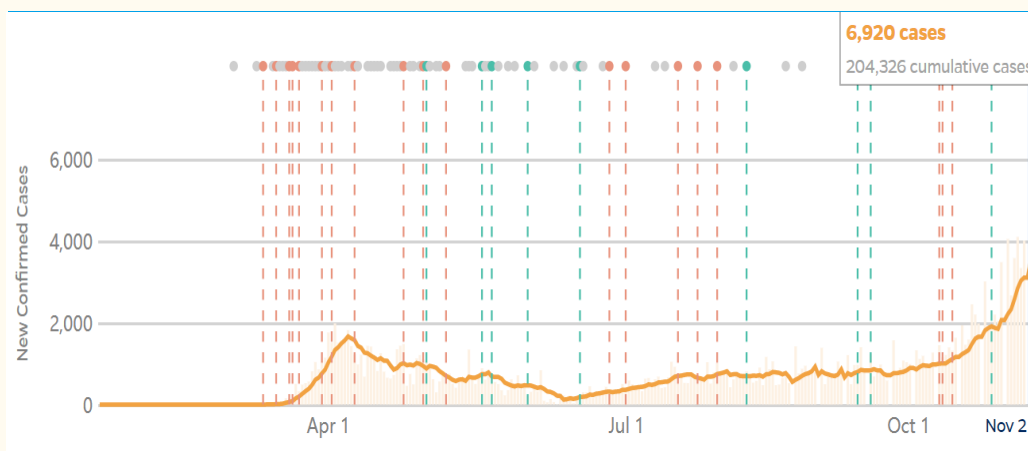
2) 在部分铁锈地带，疫情的发展打败了“美国制造业回流”的口号。从历史上来看，铁锈地带横跨了美国中西部和东北部的五大湖区，其中包含了宾夕法尼亚州、俄亥俄州、密歇根州、印第安纳州、伊利诺伊州、威斯康辛州、西弗吉尼亚州以及纽约的部分地区。在 20 世纪初期时，这些州是全球煤矿、钢铁生产、重工业和制造业中心。但随着国外的廉价的钢铁涌入美国市场，对当地的钢铁形成了挤兑，其实也就是全球化使得他们丧失了原有的优势。特朗普是 1980 年代以来首个赢得“铁锈地带”的共和党候选人，主要原因是特朗普在 2016 年竞选时就表示要求美国制造业回流，成为了其在 2016 年能够成功反转的关键。而为了能够兑现其承诺，在特朗普任职之后，随即出台了对外国钢铁产品展开“是否危害美国国家安全”的“232 条款调查”，至此特朗普撑起了反全球化的主要旗帜。但随着 2020 年开局，疫情的横扫以及威斯康星 8 月黑人被警察被警员多次开枪射伤事件，特朗普的不作为使部分铁锈地带居民出现倒戈的迹象。

图表 9：威斯康星每日新增病例不断刷新高



来源：JHU，国金证券研究所

图表 10：密歇根每日新增病例不断刷新高



来源：JHU，国金证券研究所

二、即使重新计票，特朗普能够反败为胜的概率较小

特朗普曾表示“不承诺会和平移交权力”，所以对邮寄选票的合法性必然会提出争议。截至本周六，美国多家主流媒体均表示民主党候选后拜登已经赢得了选举，但特朗普方面，目前未在官网承认败选，并发出声明表示，1) 批判媒体的舆论导向，认为帮助拜登急于假装成赢家；2) 许多州的计票是非合法的，需要重新计算票数；3) 直到他认为所有选票都是合理的被重新计算，不然不会善罢甘休。从理论上说，根据美国相关的法律和条例，在选民投票日 11 月 3 日到 12 月 8 日之间的计票期，特朗普可以提出邮寄投票存在舞弊情况，让司法部下令停止统计邮寄投票、最终将诉讼交到最高法院。

未来特朗普主要针对的矛头是佐治亚州、宾州和威斯康星州。佐治亚州目前已全部解票，特朗普和拜登票数比从 5 号的 49.7% 和 49.1% 到最终 49.3% 和 49.5%，考虑到两者差距微小，拜登仅领先 9,160 张选票，佐治亚州决定重新计票，与此同时将调查大选中是否存在违规行为。从威斯康星来看，拜登和特朗普在威斯康星州开票率达到 98% 的情况下的得票率为 49.6% 和 48.9%，相差 0.7%，由于该州邮寄选票的截止时间为大选当日晚 8 点，因此民主党的邮寄选票已接近最大数量，2 万张的票数差距使得特朗普认为可能会在重新计票后得到修正。从宾州来看，特朗普在声明中特意指出，由于他们的竞选观察员在宾州没有被允许观看计票过程的访问权限，所以需要重新结算票数。实际上在计算宾州选票中，随着特朗普选情的逐渐失利，共和党已经提出质疑，要求最高法院介入。在 11 月 6 日，美国最高法院受理此事，下令要求宾夕法尼亚州的所有部门，把选举日之后的选票单独统计，但对结果并没有起到实质性的影响，预计后续特朗普仍然会试图寻找大选“欺诈”的证据。

虽然特朗普申请计票被法院接受通过的概率较大，但我们认为特朗普上诉后能够反败为胜的概率很小。根据规定，特朗普可在 12 月 8 日前，向联邦法院上诉、申请重新计票，而且由于之前大法官金斯伯格突然离世，目前美国最高法院中保守派大法官人数超过自由派，看似对特朗普形成利好。但是我们认为拜登上台仍是大概率事件。首先，邮寄选票舞弊的指控很难成立，而剩余的少数指控中大多数都显示出违规行为和其他形式的选举不当行为，总体而言美国的投票欺诈率在 10 万分之 4 至 10 万分之 9 之间。美国布伦南司法中心表示，实际上，许多所谓的欺诈行为都是选民或管理人员的失误，邮寄选票是在冠状病毒大流行期间进行选举的安全和必要条件。其次，从 2016 年来看，当时特朗普曾以超过 2 万票的优势在威斯康星州击败了他的民主党对手希拉里，之后该州启动了在全州范围内的重新计票程序，但最终效果也有限。另外，复盘 2000

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_1569

