

宏观研究报告

证券分析师

钟正生（首席经济学家）

投资咨询资格编号:S1060520090001

电话

邮箱

ZHONGZHENGSHENG934@PINGAN.COM.CN

薛威

投资咨询资格编号:S1060519090003

电话 021-20667920

邮箱 XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席经济评论

拜登当选带来什么？

事项：北京时间11月4-8日，美国大选结果陆续揭晓。先后经历了“拜登领先-特朗普反超-拜登逆袭”的一波三折，最终拜登获得超过270张选举人票。若12月14日选举人投票不出现大规模失信选举人的话，拜登将接任美国总统。

平安观点：

■ 谈谈民调

尽管2020年美国大选拜登最终获得胜利，并在新冠疫情与自身努力的加持下逆转了多个关键州选情，但过于波折的过程与关键州极小的优势还是让民调的面面尽失。民调作为一种预判选举结果的方式，其步骤的科学性是毋庸置疑的，其基础科学——现代统计学的严谨也是值得信赖的。但是，为何从2016年开始，在大家印象中民调好像就从来没有准过呢？原因在于：第一，并非所有的民调都是客观中立的，部分特殊民调是为竞选团队服务的；第二，民调的操作流程可分为随机采样、问卷调查与数据整理这三个环节，这三个环节均知易行难，存在难以规避的误差；第三，2020年美国大选很特殊，选民投票积极性极高，邮寄选票的可行性飙升，蓝移（blue shift）现象明显。

■ 政策展望

若共和党取得参议院50以上的席位，将形成拜登“跛脚鸭”的执政情形，拜登推翻特朗普时期政策的难度将陡然增大。针对阻碍，拜登及民主党也不是全然没有办法。在财政、基建等领域，拜登可以国债利率极低，且有联储配合为由，指出扩张财政可持续，不会加大纳税人负担。这可能会减弱拜登新政府在财政支持、基建计划上遭遇的阻力。在加税、医保等民生领域，由于共和党持强硬对立立场，加上这些问题也不是拜登等民主党建制派的优先事项，因此落地难度将显著增大。但拜登政府可能选择在共和党倾向的方案里，嵌入民主党最优先的事项。这与克林顿时期民主党与众议院议长纽特·金里奇之间的交换类似。在产业、教育等领域，拜登新政府可能通过宣扬部分竞争国“威胁论”，来达成在新能源、通信、互联网等产业的支持政策和科研、教育领域加大投入的目标。

■ 市场影响

半年以内的中短期视角看，无论是拜登的扩张财政政策力度，还是2021年上半年通胀的上行力度，均将受到较明显的制约，名义无风险利率虽会上行，但空间有限。美股方面，在美国总统大选的不确定性消除，美联储的货币宽松支持延续，以及科技股遭“敲打”的担忧减轻的背景下，美股仍会延续一段不错的上涨，整体上美股占优于美债；美债方面，美国经济修复的预期仍会带来美债的“熊陡”，在程度上也将更为平缓。另外，美元指数下行周期将延续，2021年年中可能跌破90大关；黄金、原油等大宗商品在2021年上半年也将迎来上行周期。

■ 风险提示

通胀上行不及预期，无风险利率上行超预期，导致金价上行面临压制；新冠疫情持续时间与蔓延强度超预期，疫苗与特效药研发量产及分发进度不及预期，OPEC减产持续能力不及预期导致油价上行面临挑战。

一、拜登胜选

美国大选经历紧张角逐后，拜登以 290:214 的优势确立了选举人票上对特朗普的胜利，美媒、民主党多位前总统与西方多国政要已经向拜登表达了祝贺。如果最终结果确认有效，且 12 月 14 日的选举人会议不出现大规模失信选举人背弃的话，那么拜登将于 2021 年 1 月 20 日成为美国新一任总统。

此次美国大选可谓波澜起伏，令人叹为观止。从当地时间 11 月 3 日全民公投日的开票过程看，拜登在开票后的稍早期间（即北京时间 11 月 4 日早上 9:30 之前）一直拥有比较明显的优势，这与各州先期开票多以提前邮寄的选票有关。但是，随着时间的推移，现场投票在开票中的比重逐渐抬升，这导致特朗普的选情开始好转，并在现场投票截止之前逆转了多州选情，并拿下了此前不被民调看好的重要摇摆州——佛罗里达州，接着依次拿下了爱荷华、俄亥俄等关键摇摆州，并在宾夕法尼亚、密歇根、威斯康星、北卡罗来纳等其他摇摆州上确立了比较明显的优势。但是，随着现场投票的结束，邮寄选票再次成为影响大选结果的核心变量。拜登开始奋起直追，持续缩小各州与特朗普的差距，并神奇地先后逆转拿下了威斯康星与密歇根州，随后几天又接连逆转拿下佐治亚州与宾夕法尼亚州，成功确立了内华达州的胜势，在选票上确立了胜局。

从七个关键州选情来看，尽管拜登在其中六个州成功逆转，但双方差距很小，足以说明此次大选局势之惊心动魄。

图表1 美国大选尚未出最终结果的五州选情一览（截至北京时间 11 月 8 日上午 11 点整）

州名	选举人票数	开票率	拜登得票率	特朗普得票率
宾夕法尼亚	20	99%	49.70%	49.15%
北卡罗来纳	15	99%	48.70%	50.08%
佐治亚	16	99%	49.47%	49.29%
内华达	6	92%	49.97%	47.84%
威斯康星	10	99%	49.57%	48.94%
密歇根	16	99%	50.56%	47.91%
亚利桑那	11	90%	49.53%	48.97%

资料来源: Fox News

从国会两院的竞选情况看，截至北京时间 11 月 8 日中午，民主党在众议院选举中以 214:196 领先于共和党，距离掌控权的 218 个席位的差距仅剩 4 席，民主党大概率将维持对众议院的掌控，但相对优势有所削减。在参议院选举中，民主党与共和党目前均为 48 个席位，还有 4 个席位未定，双方距离掌控权的 51 个席位各差 3 席。拜登上任后共和党仅需 50 个席位就可造成影响，因此佐治亚州需要重新计票的两张参议员席位就至关重要，但目前看来民主党同时拿下两个参议员席位的机会不大。因此，共和党在参议院较民主党仍有优势，但仍有较大的不确定性。

下文将基于目前来看最可能的两种情景进行分析，即：拜登成为下一任总统；民主党掌控众议院；参议院分两种情景：可能由民主党获得 51 张以上的席位而掌控，也可能由共和党获得 50 张以上的席位。

二、谈谈民调

2020年大选拜登获得了多数选票，并在新冠疫情与自身努力的加持下，逆转取得多个关键州选举的胜利。与4年前希拉里的选情相比，拜登取得了两点明显的进步：第一，拜登获得的选举人票数（目前290张，若佐治亚重新计票不改变结果则为306张）显著超过了2016年希拉里最终取得的选举人票（232张）；第二，与2016年大选结果相比，拜登逆转并拿下了亚利桑那、密歇根、威斯康星、宾夕法尼亚以及内布拉斯加二区，这还不算正在重新计票中的佐治亚州，这也是拜登获得大选胜利的原因。

但是，民调机构好像并未在4年前的失败中找到“金钥匙”，在2020年大选中再次在佛罗里达等关键州出现重大预测错误，使得民众与市场参与者纷纷感慨，并表达了对民调准确率的失望。

其实，民调作为一种预判选举结果的方式，其步骤的科学性是毋庸置疑的，其基础科学——现代统计学的严谨也是值得信赖的。但是，为何从2016年开始，在大家印象中民调好像就从来没有准过呢？这需要从三个方面来回答。

首先，从2016年至今，最重大的三次公投——2016年英国脱欧公投、2016年美国大选、2020年美国大选，民调均在选举前发出了错误的信号（其中前两次是最终结果误判，此次大选是在关键州出现误判），这给民众和市场极深印象。尽管民调预测对了2017年法国大选马克龙的胜利，但这难以淡化民调在民众眼中的“失败”阴影。

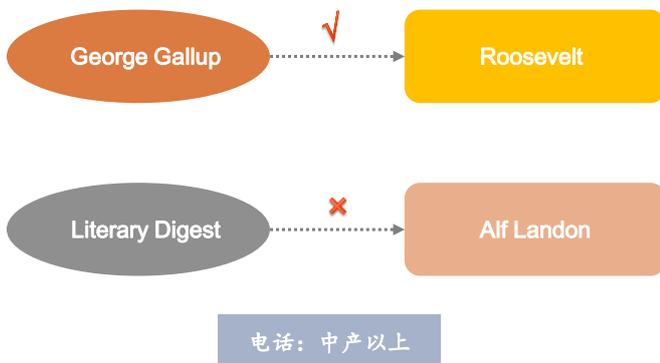
其次，从民调本身来看，尽管理论基础与推断步骤均有严谨的统计学支撑，但民调过程不仅存在瑕疵，且有较大的难以避免的问题。

第一，并非所有的民调都是客观和中立的。美国大选的民调机构可以分为**普通民调与特殊民调**。其中，特殊民调是指竞选团队利用所属平台进行的“推送民调”（Push Poll），民调的过程与公布的结果只是为竞选团队的目标服务的。在针对支持者时，竞选团队往往会在推送民调中设置一些诱导性问题或标语来加强认同感，进而巩固自身的票仓；当民调对象为对方支持者时，竞选团队则会在推送民调中设置一些当地人关心的议题进行交流，并给出相较竞选对方提供的解决方案更为贴近选民的方案，以达到削弱竞选对方票仓增厚自身票仓的目的。

考虑到民调还是以普通民调为主，且推送民调隐蔽多变、跟踪难度大且价值不高，所以下文所讨论的民调均指普通民调。

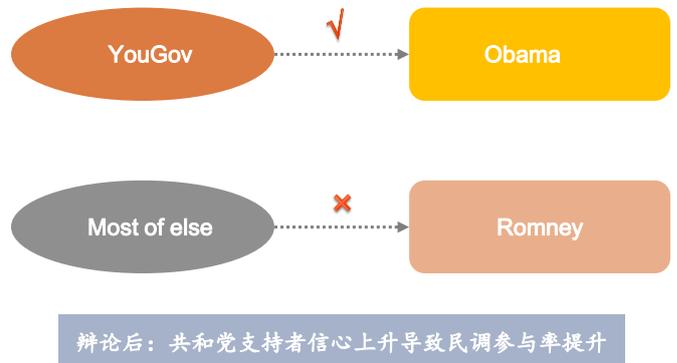
第二，民调的操作流程可以分为随机采样、问卷调查与数据整理这三个环节，这三个环节均知易行难，且存在难以规避的误差。在**随机采样**环节，由于愿意在闲暇时接受民调的选民并不多，甚至可能不足10%，这就带来了样本可能产生与“选择性偏误”相近的偏向情况。另外，民调的时间、渠道、方式、平台的选择，也会导致样本选择出现类似的问题。

图表2 1936年大选民调：Franklin Roosevelt VS Alf Landon



资料来源：平安证券研究所

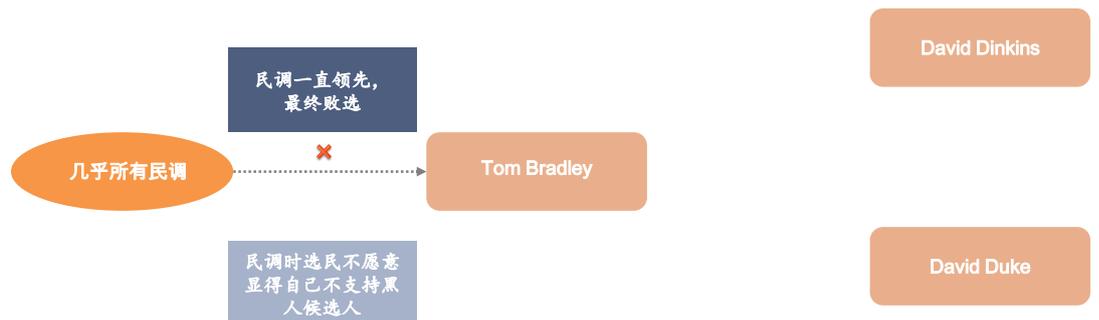
图表3 2012年大选民调：Obama VS Romney



资料来源：平安证券研究所

同样在问卷调查环节，有些问题也难以解决。当对选民进行面对面或通过电话等渠道进行问卷调查时，若某选民表现出对某一问题的迟疑或不愿明确回答时，应该如何处理存在难题。若继续追问，可能得到可信度较低的回答，也可能影响该样本回答其他问题的情绪与可信度；若放弃该样本，这可能会给样本的无偏性带来冲击。另外，问卷调查中的问题若带有倾向性，以及涉及社会敏感问题，也会导致参加民调的选民回答的可信度存疑。例如：在问卷调查环节曾屡次出现关于黑人选举人的民调高估问题（1982年洛杉矶市长竞选、1989年洛杉矶市长竞选、1990年美国参议院议长竞选）。这一方面会给黑人选举人所在的团队以误导，进而采取错误的“守成”策略，丧失了追赶的机会；另一方面也会给不少选民以黑人选举人选举领先的错误信息，进而导致反对黑人选举人的投票积极性大增，进一步削弱了黑人选举人的竞争力。所以，黑人选举人参与竞选的最终结果往往大幅落后于民调数据。

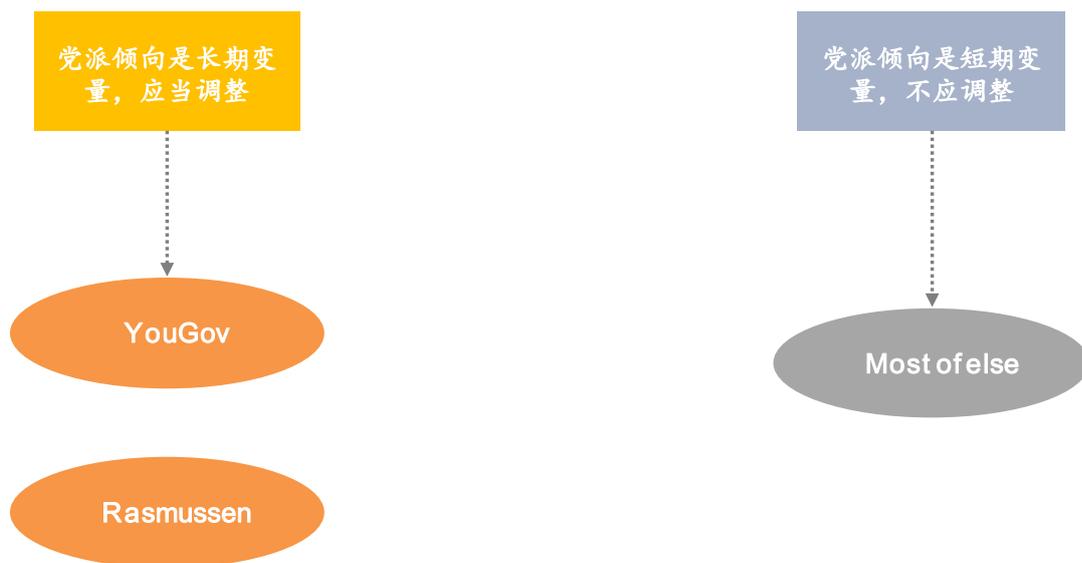
图表4 1982、1989年洛杉矶市长竞选与1990年参议院议长竞选中出现黑人选举人与种族论者



资料来源：平安证券研究所

在数据整理环节，值得关注的是根据总体与样本性质的差异进行调整的过程。由于调整是为了使得民调样本的结果对于判断总体更为适用，且不能改变民调样本所反映的及时信息，所以调整数据一般针对在短期内维持稳定的长期变量来进行调整，而针对党派倾向、政策倾向等变量，民调机构的数据调整方式存在差异。部分机构认为，党派倾向与政策倾向是长期变量，可能发生趋势变化，因此需要根据总体的党派、政策倾向变化对民调样本的结果进行调整；但另一部分民调机构则认为，部分中间立场的选民的党派与政策倾向并无黏性，所以党派与政策倾向并非长期稳定的变量，因此不需要对民调的样本数据进行调整。这当然也会带来民调结果的偏误。

图表5 不同民调机构对党派与政策倾向是否应该调整存在分歧



资料来源：平安证券研究所

正因为民调执行难度大，所以靠谱可信的民调并不多见。首先，需要从全部选民随机抽取样本，但需注意在族裔、性别、居住地区、教育程度、收入水平、从事行业上的平衡，即采取不偏不倚、相对中性的采样方式；其次，需要在合适时点通过中性调查渠道，对调查样本进行非诱导且不涉及社会敏感话题的提问，并完整记录被调查人的族裔、性别、居住地区、教育程度、收入水平、从事行业等相关信息；最后，根据相应的有效样本与总体在族裔、性别、居住地区、教育程度、收入水平、从事行业等方面的差异，针对调查结果进行适当调整，再公布民调结果。

放到 2020 年美国大选这一背景看，社会经济的高速变化给人们越来越大的工作学习压力，闲暇时间的减少导致民众接受民调的积极性大幅下行，加上民调机构越来越多，所以民调的参与率普遍低于 10%，这就容易导致民调出现“选择性偏误”。美国社会由于贫富差距、种族矛盾等问题出现愈来愈严重的分化情况，这也进一步加大了民调“选择性偏误”的显著性。新冠疫情之下，接受民调的积极性进一步降低，在回答民调结果时“政治正确”的潜意识，亦将给民调带来更加偏离现实的结果。

拜登胜选以及在普选票中拜登以 50.4% 的较高得票率，并不足以给民调此前预测中的失误找借口。毕竟，只有全国民调勉强可以挽回一些颜面（虽然差距也被民调机构大幅放大）；而预测佛罗里达等摇摆州的民调没法用这个“遮羞布”。

第三，2020 年美国大选具有极强的特殊性，选民投票的积极性与可行性是历次大选所没有过的。从历次美国大选的各州县的选举结果与最终大选结果的异同统计，可以得知美国大选中存在一些“押注”能力极强的州县，被称为“晴雨表”（bellwether）。

其中，著名的俄亥俄州与佛罗里达州就是美国大选著名的“晴雨表”。从历次大选押注胜率看，两个州的胜率均超过 90%。近百年来，俄亥俄州仅在 1944 与 1960 年出现“误判”，佛罗里达州仅在 1960 与 1992 年出现“误判”。但是，在 2020 年大选中，两州均被特朗普拿下。另外，以著名的“美国社会缩影”的 Macomb County 为代表的超过十个在历次大选中“押注”极准的县级“晴雨表”，也在 2020 年大选中被特朗普拿到多数票。这说明，**不仅民调在 2020 年大选中表现欠佳，历史经验中的“晴雨表”在 2020 年的表现甚至还不如民调。**

从 2020 年大选普选票看，无论是截至目前的拜登 7503 万张，还是特朗普 7071 万张，均获得了创历史记录的得票数。这刷新了此前奥巴马在 2008 年取得的近 6950 万选票的记录，况且奥巴马在 2008 年是以 365:173 选举人票的极大优势获胜的。

可见，**2020 年美国大选的投票积极性是历次大选所没有的**。我们认为有以下三个原因：首先，新冠疫情的爆发使得特朗普政府的抗疫政策影响到了几乎所有美国人，这激发了美国选民的投票意愿；其次，邮寄选票条件的放松和部分州限期的延长，使得选民投票的便利程度和可行性有了大幅提升；再次，美国社会在疫情蔓延、种族矛盾与贫富差异下的显著分化，使得越来越多的人有了表达自身政治意愿的动力。值得指出的是，美国选举的“蓝移”（blue shift）现象日趋明显，即：美国各类选举，最后揭晓的一部分选票（包括临时选票等）显著偏向于民主党。

下文将就拜登上任、民主党控制众议院、参议院（两种情景）为基准情景，对未来拜登政府的政策取向及其对金融市场的影响作出展望。

三、政策展望

若民主党最终在参议院选举中获得 51 张以上的席位，那么将形成民主党横扫的局面。

民主党横扫总统与国会选举将带来一次对特朗普任期的“总清算”。在这种情形下，特朗普政府此前的对内对外政策都有极大的可能性被推翻或转向。在执行层面，年事已高且精力有限的拜登可能会把具体政策的制定、执行的权力更多交由其幕僚团体把控，拜登则主要负责参与重要场合与仪式。所以，未来四年，美国的施政架构将与此前特朗普政府发生显著变化，美国的政策路径也将面临大幅转向，值得给予充分重视。

短期而言，拜登上任后的重点将是疫情防控。由于在 2021 年 1 月 20 日之前的这一段时间，特朗普政府对疫情可能还是保持轻视的态度，所以美国疫情的防控并不会在这段时间显著加强。在拜登上任之后，由于疫苗开发届时可能已经取得显著进展，拜登新政府的抗疫重点可能放在扩大疫苗的普及程度上。从疫苗进展推测，2021 年二季度美国民众有望获得大规模注射。

中长期而言，拜登新政府将致力于推翻特朗普政府在 2016-2020 年期间的颠覆性政策，且民主党对国会两院的控制也将增强拜登新政府政策落地的能力。对内，拜登将致力于缩小贫富差距，在抬升最低收入水平的同时，对高收入者与资本利得加税，并会通过提升企业所得税来支撑其庞大的基础设施建设计划。对外，拜登将致力于修复与欧、日等传统盟友之间的关系，共同商讨对现有的国际

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_1598

