

假如拜登当选美国总统

——对全球经济和资产配置的影响

海外专题研究

2020年10月30日

报告摘要：

拜登采取“竞合”政策而不是单边关税遏制中国，贸易摩擦短期会有缓和，增强金融市场的信心。大规模财政刺激带动经济产出，短期全球通胀预期可能会抬升，美联储相对于特朗普执政可能更早退出零利率。

● 对美国经济和全球经济的影响。

(1) 如果拜登当选，且民主党能够“横扫”国会(同时掌控白宫、众议院、以及参议院)，财政刺激计划和转移支付短期带动美国经济，资金会流入实体部门成为新的就业机会或企业和居民的存款。长期来说，拜登对国内研发和改善美国清洁能源、公共卫生、电信和基础设施建设的支持，以及扩展5G应用，大力提倡“绿色经济”的政策，会提高美国企业的商业竞争性和生产力；重视弱势群体教育，提高人口素质，友好的移民政策，提高就业率和供应端修复，有益于族裔矛盾的缓和，稳定秩序。

(2) 特朗普执政期间加剧了贫富差距，减税和大量发债造成了美国财政和债务的困境。对富裕阶层加税，为解决财政困境提供了一条出路。虽然加税会对公司和高收入人群的储蓄、投资和消费有负面作用，但我们认为加税的正面意义更大。

(3) 如果拜登上台，其方案也许会改善美国社会深层次结构性“贫富分化”问题，对高收入人群加税进行财富再分配，可以弥合种族矛盾，带动消费，产出缺口为正，相应通胀预期会相应提高，美联储相对于特朗普执政可能更早退出零利率。

(4) 民主党相对于共和党来说，对政府的科技创新和竞争力形成更加有力支持。

● 对汇率走势和资产配置的影响。

(1) 短期内大概率利空美元，双赤字(贸易和财政)叠加美联储加码宽松，拉升通胀推动美元下行；更加严格的监管和高公司税，削弱美元和信贷市场。但是中长期来看，拜登上台会对美国经济的发展提供更加有利的政策环境和外交政策，美国经济基本面向好，对美元形成支撑。

(2) 维持低利率放水，财政支持带来的经济增长，有利于股市；执政确定性增加，提振投资者信心；但是高收入人群和公司税收增加的主要群体，压制股市和分红收入，对股价有小幅冲击。

(3) 短期利好人民币和新兴国家资产。如果拜登当选，美联储不断量化宽松的货币政策前提下，叠加短期外交确定性增加，有利于新兴国家资产，有利于人民币。长远来说，国家科技发展、核心竞争力和国力是汇率背后的关键。

● 风险提示：

美国债务风险暴露、海外疫情失控、国际争端升级等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1. 拜登的主要竞选主张	3
1.1 拜登的国内经济政策主张	3
1.2 拜登的对外政策主张	3
2. 对美国经济和全球经济的影响	5
2.1 财政政策支持消费和就业恢复	5
2.2 税收政策缩小贫富差距，对于美国长远经济稳定有建设意义	8
2.3 财政政策支持疫情破坏下的供应端修复	9
2.4 短期产出缺口增大，通胀预期增加	10
2.5 民主党执政下财政政策对科技及环保支持增加	10
3. 对汇率走势和资产配置的影响	11
3.1 如果拜登上台，短期美元仍承受压力	11
3.2 中长期来看，美国经济基本面向好，对美元形成支撑	13
3.3 对美国股市偏积极	13
3.4 短期利好人民币和新兴国家资产	14
风险提示	14

大选日在即，从目前民调、赔率和部分关键摇摆州的提前投票来看，民主党候选人拜登的优势较为明显。如果拜登当选美国总统，将对美国和全球经济都产生重大影响。

1. 拜登的主要竞选主张

1.1 拜登的国内经济政策主张

拜登的国内经济政策以支持中产阶级和创新为核心。主要包括以下要点：

(1) 收入再分配，减少贫富差距：对高收入群体加税，低收入人群税收减免。拜登计划撤销川普对富人阶层和公司设置的减税政策，使 40 万以上的收入人群的个人税收从 37% 增至 39.6%，将企业税从 21% 提高到 28%，而对中产阶级、工人、下岗员工、老人和残疾人和小企业进行税收抵免。**设立最低工资，并建立万亿级别的“照顾经济”（caregiving economy）：**推行时薪 15 美元的最低工资，对于照顾孩子、老人和残疾人的人们进行税收抵免，增加低收入群体的劳动收入和消费。**重视贫困人群的医疗和教育：**保证全部的美国人民都可以享受有质量可负担起的医疗。**重视种族平等：**为劣势人群创办的商业提供更多财政支持。

(2) 财政刺激，基础设施建设与新能源“绿色经济”并行，创造就业机会，提高创新和未来竞争力。拜登主张组建 2000 亿美元的清洁能源和基础设施基金，重点投资交通设施和基础建设，来增加百万中产阶级的工作。投资 3000 亿美元用于国内购买和研发以改善美国的体系（清洁能源，公共卫生，电信和基础设施），促进国内生产。提倡清洁经济体系的建设，创造 1 千万个新的就业机会。对企业 and 学校重新运行提供金融支持，包括重新雇佣员工，支持新冠疫情的病人和抗击疫情的人。

1.2 拜登的对外政策主张

拜登主张以“竞合”政策取代“输家遏制”来对抗中国，中美关系短期会缓和但长远关系不会改变，抗争背后是科技竞争。主要包括以下要点：

(1) 中美间短期大概率不会加征新的关税：拜登曾表明：美国在全球经济取得成功前，不会有新的关税条款。在没有以有意义的方式推行贸易协定前，不会有新的关税条款。拜登认为：对中国商品征收高关税，实际上是给美国的消费者和公司加征税；在知识产权和技术转让方面与中国对抗的最好方法是与盟友和伙伴结成联盟，而不是通过单边关税。

(2) 拜登支持移民政策，计划提高劳动力人口：给目前在美国但未被授权公民资格的人提供拥有公民身份的路径，创造每年 140,000 的雇佣工作绿卡，并保证政府雇佣美国之外的人。将美国难民的接纳年度上限提高到 12.5 万。

(3) 支持“美国制造”“绿色经济”和“科技研发和创新”：区分美国公司国内外的关税征收方式，促使制造业回流美国：将美国公司的外国子公司赚取的收入税收（GILTI）从 10.5% 提高到 21%， “美国制造”激励公司将分支转移回国内，并进行税收抵免。

表 1：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（上）

拜登（民主党）		特朗普（共和党）
详情		详情
财政政策	个人税收	1. 40万以上的收入人群，个人税收从37%增至39.6% 2. 对收入超过100万美元的人群按照普通所得税税率对长期资本收益和合格股息征税 3. 对收入超过40万美元的人征收工资税 4. 限制高收入者的分项扣减额 5. 淘汰超过40万美元的营业收入扣除 6. 增加401（k）/ IRA激励措施 7. 增加税收抵免，包括65岁及以上的无子女工人，低收入人群的所得税抵免和个人可再生能源税收抵免，对于照顾孩子，老人和残疾人的人们进行税收抵免，支持种族平等。建立亿级别的“照顾经济”（caregiving economy）
	公司税	1. 将企业所得税税率从21%提高到28% 2. 将美国公司的外国子公司赚取的收入（GILTI）从10.5%提高到21% 3. “美国制造”激励公司将分支转移回国内，并进行税收抵免。 4. 鼓励对绿色投资进行税收抵免，并帮助陷入困境的制造业社区。 5. 对利润为1亿美元或更高的美国公司征收至少15%的税 6. 降低房地产税收优惠 7. 给下岗人数众多企业提供制造业社区税收抵免 8. 扩大低收入和困难社区投资的新市场税收抵免 9. 为小企业提供税收抵免，采用工作场所退休储蓄计划 10. 减少对避税天堂，逃税和外包的激励措施；确保企业支付应有的份额
	基础设施建设	1. 建立一个价值2千亿美元的清洁能源和基础设施基金，重点投资交通设施 2. 投资3000亿美元用于国内研发以改善美国的体系（清洁能源，公共卫生，电信和基础设施），来促进国内生产 3. 通过5G将宽带或无线宽带扩展到所有美国人
	医改政策	1. 使个人有能力购买公共医疗保险，如Medicare 2. 取消在政府交易所购买保险的税收抵免的收入水平上限，并降低成本范围限制 3. 将医疗保险资格年龄从65岁降低至60岁 4. 允许对药品价格直接协商 5. 在10年内花费1250亿美元扩大吸毒成瘾治疗以及其他预防和恢复计划
货币政策		1. 扩大个人所得税和遗产税的规定，列入2017年《减税与就业法案》（TCJA）* 2. 减少工资税 3. 降低资本利得税率 第一执政期政策措施： 1. 降低了大多数个人所得税率，包括最高边际利率从39.6%降到37% 2. 增加了标准减扣额，并消除了个人免税 3. 扩大了儿童税收抵免 4. 提高了替代性最低税的豁免税收政策
贸易政策		1. 向把工作带回美国的公司提供“美国制造”税收抵免 2. 给把工作带回美国的重要行业的公司提供100%补贴 3. 扩大就业机会 第一执政期间政策措施： 1. 将企业所得税税率降低到21% 2. 对于某些直通业务提供20%的合格业务收入减免 3. 建立五年的短期资本的即时费用化 4. 限制了净利息费用的可减免 5. 允许以较低的利率汇回国外利润 6. 从世界范围的税收制度转移到本土税收制度 7. 取消了企业替代最低税。
对华政策		1. 特朗普与鲍威尔想法一致，鲍威尔仍有希望继续连任美联储主席，考虑到近期美联储预计将维持当前0%至0.25%的利率水平直至2023年底的声明，从中期看，美联储货币政策依然宽松格局不变 2. 制定保护美国就业的公平贸易协议 第一执政期政策措施： 1. 对中国进口商品征收关税，第一阶段贸易协议 2. 签署了《美国，墨西哥和加拿大协议》（USMCA），取代《北美自由贸易协议》（NAFTA） 3. 与南韩和日本签署了经修订的自由贸易协定FTAs 4. 退出跨太平洋伙伴关系（TPP） 5. 处于国家安全理由，对进口的钢铁和铝征收关税 6. 对太阳能电池板和洗衣机实施国内安全措施

资料来源：Information Technology& Innovation Foundation，Campaign documents, media sources, Tax Foundation, Tax Policy Center, Committee for a Responsible Federal Budget, Peterson Institute for International Economics, Brookings Institute，民生证券研究院

表 2：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（下）

	拜登（民主党） 详情	特朗普（共和党） 详情
科技政策	政府积极参与支持科技和竞争力，将几乎所有产业政策资源放在“绿色部门”。	共和党人长期以来一直限制政府对美国创新和竞争力的贡献，但是在过去四年，我们看到了进步，特别是在国会的共和党议员中，他们意识到政府在这科技领域需要发挥重要积极作用。
劳务政策	1. 将联邦最低工资提高到每小时15美元 2. 给所有公共部门雇员建立工会组织和集体议价权的联邦权利 3. 解决种族不平等，给黑人公司和主要的少数种族群体的商业更多的财政支持	1. 把美国制造业工作从中国带走 2. 将禁止H-1B和H-2B签证，以及商务主管的L-1签证和教学和工作交流项目的J-1签证，直至年底，以保护因新冠病毒大流行破坏就业市场而陷入挣扎的美国人
金融监管	1. 支持提高商业税收，尤其是大公司 2. 更严格的监管：包括对私人宽带提供商，以及更激进的反垄断执法，尤其是大型互联网公司	1. 实行更宽松的监管法规，降低商业税收和传统的消费者福利和较为缓和的反垄断方法 2. 例外是涉及互联网平台，川普与拜登一致，也主张实施对互联网反垄断执法
移民政策	1. 给目前在美国但未被授权公民资格的人拥有公民身份的路径 2. 终止在美国工作和生活但是没公民身份的居民，受到被拘留，被迫家庭分离和大规模突袭的遭遇 3. 恢复DACA程序 4. 每年增发基于就业的工作签证数量，消除基于国家的配额 5. 将美国难民的接纳年度上限提高到12.5万 6. 逆转“公共收费”规则的扩展	1. 阻止非法移民有资格享受纳税人资助的福利 2. 对非公民实行强制驱逐 3. 结束避难所城市 4. 禁止美国公司用低成本的外国工人取代美国公民 第一执政期政策措施： 1. 将禁止前往美国国家的公民从7个扩展到13个国家 2. 试图结束儿童行动（DACA）计划的延迟 3. 优先修建边界墙 4. 对非法越境实行“零容忍”政策 5. 将美国每年接纳的难民的上限降低到18K
能源政策	1. 到2050年在美国实现碳中和 2. 到2035年实现无碳污染电力部门 3. 重新加入《巴黎气候协定》，集结其他国家提高减排目标 4. 对于无法满足气候和环境的国家征收碳调整费 5. 扩大可再生能源税收抵免额，并终止化石燃料补贴 6. 投资美国的汽车基础设施，包括50万辆电动汽车充电站 7. 在4年内升级400万栋建筑物/对200万套房屋进行风化	1. 继续放松管制以实现能源独立 第一执政期政策措施： 1. 退出《巴黎气候协定》 2. 废除清洁能源计划 3. 取消了对北极油气勘探的禁令，取消国家野生动物保护区、美国沿海水域和其他地的气体勘测 4. 取消了限制公共通风和燃烧的规则的2016年大部分甲烷废物预防措施

资料来源：Information Technology& Innovation Foundation，Campaign documents, media sources, Tax Foundation, Tax Policy Center, Committee for a Responsible Federal Budget, Peterson Institute for International Economics, Brookings Institute，民生证券研究院

2. 对美国经济和全球经济的影响

2.1 财政政策支持消费和就业恢复

如果拜登当选，且民主党能够“横扫”国会(同时掌控白宫、众议院、以及参议院)，2000 亿大基建财政刺激计划以及一系列政策则有望顺利落地，通过政府财政刺激和转移支付，资金会流入实体部门，成为新的就业机会或企业和居民的存款，进而从消费端拉动美国经济。表 3 是拜登执政期间(2021-2024)和经济刺激法案预计实行期间(2021-2030)，政府可能推行的经济计划预算。根据沃顿商学院财政预算模型进行计算，拜登税收计划中最大的新增收入来源是十年预算窗口期内的企业税 14385 亿美元，其次是工资税 9928 亿美元和个人所得税 9440 亿美元。在十年预算窗口中，新增净支出最大的领域是教育，达 1.9 万亿美元，基础设施和研发（R&D）为 1.6 万亿美元，住房援助为 6500 亿美元。拜登的医疗保健计划也使支出的净增长在十年内增加 2910 亿美元。

表 3：拜登的经济计划预算

支出/收入项目	十亿美金
所有税收	3,375.4
公司税	1,438.5
工资税	992.8
个人收入	944.0
所有支出	5,370.0
教育	1,929.5
基础设施建设和研发	1,600.8
住房	650.0
社会安全收益	290.7
医疗—处方药	1,253.0
医疗—其他新花费	1,605.0
带薪假	547.0

资料来源：宾大沃顿商学院财政预算模型，民生证券研究院

如果拜登执政，短期来说政府会以大量的财政赤字和支出去提振经济。更理性稳定的全球贸易预期，较为友好的外国移民政策，额外增加的 7.3 万亿在基础设施建设、教育、社会安全和医疗，会增加劳动就业数目，从供应端来刺激经济。这些都有助于让就业尽快恢复到全面的状态。

从长期来说，拜登执政利好美国经济：

(1) 拜登计划的财政刺激支持主要应用在国内研发和改善美国体系（清洁能源，公共卫生，电信和基础设施），扩展 5G 应用，提高商业竞争性和生产力，这将扩大美国劳动力和资本产出的产品和服务的质量和数量，大力提倡“绿色经济”，就会使得生产的供应端得到扩张，促进美国企业的全球长远竞争力和盈利能力。拜登高达两千亿的财政预算计划升级水，现有的铁路和运输网络，及对通用宽带的推动，也包括对气候变化的投资，扩大绿色空间和电动汽车生产和基础设施，为投资太阳能和电池存储技术，提供改善建筑物和房屋并使其风化的激励措施，并向城市提供清洁的公共交通。

(2) 通过在教育、医疗、住房方面大幅减轻中低收入阶层的负担，美国消费率整体或有所提振，并弥合日益扩大的“通胀缺口”（即总需求超过总供给的差额），从而提升美国经济潜在增长率。

(3) 政府税收能力的增强也将一定程度上弥合美国巨额的财政赤字和避免美元信用的过度透支，有益于改善美元信用和对外贸易。叠加全球贸易关系的缓和，及盟国体系的稳定下“黑天鹅”事件的减少，有利于本国经济的发展。

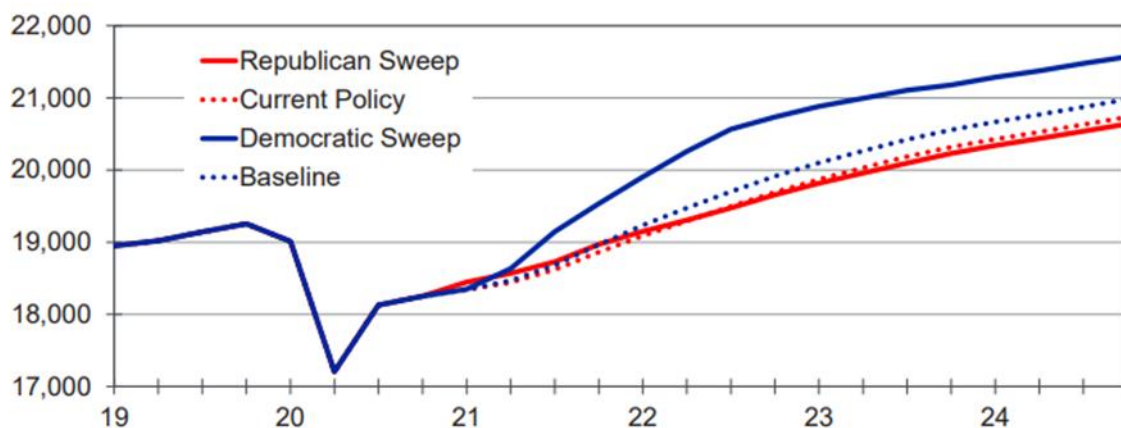
(4) 重视弱势群体教育，加强教育提高人口素质，和友好的移民政策，提高就业率：资助流离失所的老年人的计划，提升教育和高等教育的开支，可以提升工人受教育程度和劳动参与率；对于移民政策相对放开，会增加美国劳务人口大约 1.64%，增加总的劳动力

供给和 GDP。同时移民有很多的新生儿，会让人口更加年轻化。从过去移民的新生儿占比可以估算，在拜登政策下，预计 2024 年，20-60 岁之间的人口，可能会从 70% 增加到 70.26%。

(5) 对少数和劣势种群进行补助，并争取权利上的支持，有益于族裔矛盾的缓和，促进美国社会“新共识”的形成，并稳定秩序。

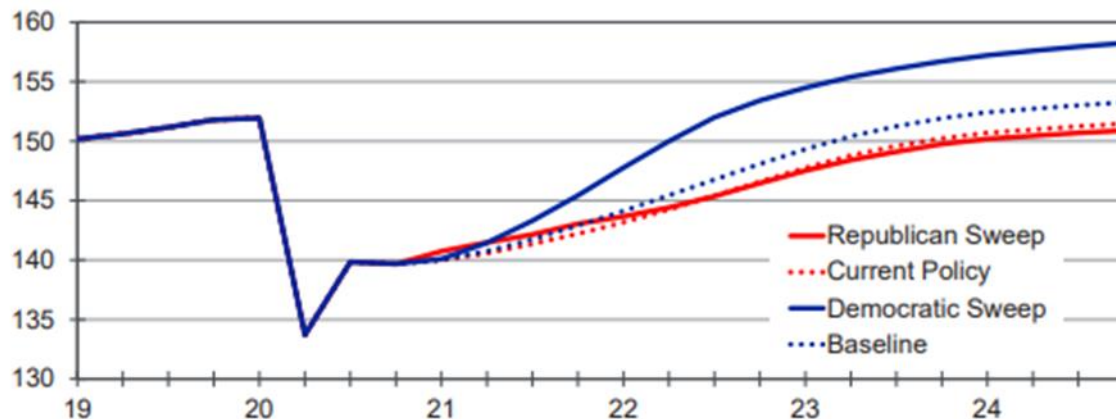
根据穆迪的财政预算模型，拜登的经济提案相对于特朗普来说力度更大，惠及范围更加广泛，大概率会使经济更早恢复充分就业水平。根据穆迪测算，到 2024 年任期结束时，预计实际国内生产总值在拜登的领导下增加 9600 亿美元，比特朗普执政期间增加 4.5%（图 1 是在穆迪经济模型测算下，不同选举结果下 GDP 的预期增长，其中蓝色线是民主党横扫国会下的 GDP 增长，红色线是共和党横扫国会下的 GDP 预期，红色虚线是现行政策下的 GDP 预期），这意味着拜登治下的就业岗位比特朗普多 740 万个（图 2 是在穆迪经济模型测算下，不同选举结果下非农就业数据的预期增长，其中蓝色线是民主党横扫国会下的非农就业数目增长，红色线是共和党横扫国会下的非农就业数目预期，红色虚线是现行政策下的非农就业数目预期）。

图 1：不同的选举结果下 GDP 数据预计（单位:百万）



资料来源：穆迪分析，美国经济分析局（BEA），民生证券研究院

图 2：不同的选举结果下非农就业数据预计（单位:百万）



资料来源：穆迪分析，美国经济分析局（BEA），民生证券研究院

2.2 税收政策缩小贫富差距，对于美国长远经济稳定有建设意义

特朗普执政期间，对富人和公司大幅度减税，利润流入了高收入人群和商业，加剧了贫富差距，减税和大量发债造成了美国财政和债务的困境。(1) 加州大学伯克利分校的经济学家 Emmanuel Saez 和 Gabriel Zucman 研究成果表明：在过去的三十年里，前 0.1% 的人拥有的家庭财富份额从 7% 增加到 22%。如果对财产超过 3200 万美元的人群加税 1%，随后税率逐步递进，对财产超 100 亿美元人群加税 8%，对资产超过 10 亿美元的巨富阶层，遗产税增至 77%，美国政府就可以转亏为盈，化解 2020 上半年的财政赤字。(2) 大多数美国人由于使用抵押贷款和信用卡而债务不断增加，大萧条期间资产价值暴跌，实际工资停滞，导致最底层 90% 家庭财富份额急剧下降。美国目前的财富分布仍然是 K 型的曲线，处于经济分布顶层的人群做的很好，但是底部的人生活挣扎。对富裕阶层加税，为真正解决财政困境提供了一条出路。

拜登的政策会给到医疗和很多社会项目，会给那些低收入人群和需要人群的救助。总收入小于每年 40 万美元的家庭不会直接看到税收增加，但是由于公司税增收，他们的投资回报和工资将会降低半个百分点或更少。如表 4 所示，根据宾大沃顿商学院的财政预算模型，当计入公司税的影响，相对于现行法律，收入最高 0.1% 人群，相对于现行法律有效税率分别提高 12.4%，相对于 TCJA 减税法案实行前的法律，有效税率提高 11.4%。收入在 95% 以下的人群，会承受公司税收增加带来的较低投资收益或工资，但有效税率只会增加半个百分点或更少。

表 4：不同税收政策下收入群体的有效税率

收入群体	收入门槛	2021			收入门槛	2026		
		有效税率（收入，工资税，公司），2021				有效税率（收入，工资税，公司），2026		
		在川普减税法案 TCJA实行之前	当下法律	拜登计划		在川普减税法案 TCJA实行之前	当下法律	拜登计划
00-20%	—	2.5%	1.1%	1.6%	—	2.6%	2.2%	2.8%
20%-40%	\$17,083	10.8%	9.1%	9.4%	\$19,227	11.0%	10.9%	11.3%
40%-60%	\$39,568	18.9%	16.9%	17.3%	\$45,114	18.9%	18.6%	19.1%
60%-80%	\$74,410	21.3%	19.4%	19.8%	\$84,637	21.2%	20.9%	21.3%
80-90%	\$135,893	24.7%	22.8%	23.2%	\$153,570	24.7%	24.4%	24.9%
90-95%	\$197,982	26.6%	24.5%	25.1%	\$226,124	26.5%	26.0%	26.6%
95-99%	\$282,663	30.4%	26.5%	27.6%	\$322,799	30.0%	29.3%	30.6%

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_1766

