

宏观研究/动态点评

2020年10月23日

朱洵 SAC No. S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

易岷 SAC No. S0570520100005  
研究员 SFC No. AMH263  
eyayi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：盈利回升提振税收，基建投放上升》2020.10
- 2 《宏观：10月LPR报价如期持平》2020.10
- 3 《宏观：内外需双驱动，总需求修复结构改善》2020.10

## 最后一轮辩论焦灼，拜登仍暂占上风

北京时间10月23日，美国大选最后一轮辩论如期举行；本轮辩论未表现出像首轮那样“一边倒”的情况。主要要点包括：1) 特朗普攻击拜登之子的丑闻，拜登则以特朗普逃税还击；2) 拜登表示会按国际准则处理对华问题，不会像特朗普一样盲目攻击；3) 在财政刺激难产问题上，两党互相“甩锅”；4) 拜登表示坚定推进清洁能源，并提议削减对油气行业的补助；5) 特朗普承诺连任后尽快减税，而拜登则支持提高最低时薪；6) 拜登批评特朗普“白人至上”主义激化社会矛盾。辩论期间，美国三大股指期货小幅震荡下降后反弹，10年期国债利率仍在0.855%中枢附近小幅震荡。

截至北京时间10月23日午间，自9月份可以开始提前邮寄投票起，已有约4870万人完成投票，但有约超70%的选民选择以邮寄方式投票，为选举结果的统计和公布增加了难度。据Election Project调查，其中约51%为民主党支持者，27%为共和党票仓，剩余22%为中间选票。我们预计在本轮总统辩论后的周五和周末，可能会有更多选民参与投票。

特朗普的支持率自他感染新冠后大幅下滑，而他正通过各种方式争取选民、搅动选情。加上拜登受小儿子亨特丑闻事件冲击，至10月23日，拜登的领先优势相对10月上旬有所收窄。摇摆州方面，据民调，特朗普在俄亥俄州的支持率实现反超；但拜登在所有摇摆州当中，相对特朗普的选举人票优势仍然较大。关于参众两院可能的席位分布，10/22数据显示相对一周前整体变化不大，但参议院民主-共和两党可能的席位对比变得更为胶着。

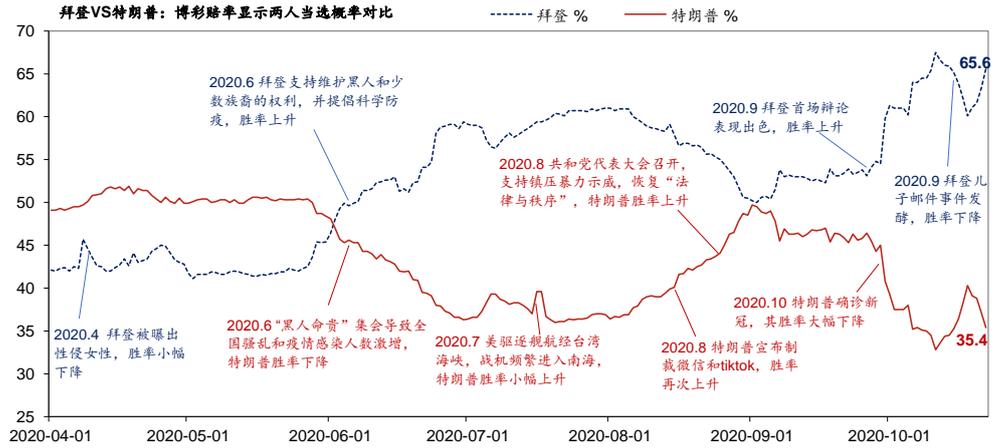
如我们此前深度报告《美国大选结果“排列组合”之影响》中所详细分析的，虽然领先已然收窄，但目前大选最可能的情形仍是拜登+民主党参议院/众议院的“横扫”组合，这可能对应总额最可观的短期财政“组合拳”。可能性较大的四种情形依次为民主党“横扫”、拜登+共和党参议院+民主党众议院、特朗普+共和党参议院+民主党众议院、共和党“横扫”。民主党的主要思路是强刺激+加税+扩大基建的财政扩张组合，同时注重改善收入分配，重建国际合作机制；共和党-特朗普则主推继续轻赋税+低利率+促消费及资本开支。民主党“横扫”可能提振经济短期复苏力度和通胀预期，支撑美元指数，推动美债利率曲线陡峭化，同时触发美股短期的风格切换。

在拜登+共和党参议院+民主党众议院组合下，财政政策组合可能会更顾及“平衡”；特朗普+共和党参议院+民主党众议院组合将大体维持现有政治生态；而共和党横扫这一概率较小的组合下，特朗普有望推动进一步减税，注重提振企业盈利及资产价格。

多种因素可能影响大选结果，仍需关注不确定性因素，再次重申不同的选举结果对应不同的政策组合及资产价格反应（仍参见我们上文引用的深度报告）。1) 疫情可能令更多选民选择邮寄投票，选举结果公布时间存在推迟可能性，“选举日”很可能变成“选举周”，甚至成为“选举月”；2) 若特朗普败选，可能质疑选举结果合法性。从11月初的美国大选日至明年1月份的新任总统就职日，仍存在出现黑天鹅事件的可能性，可能令风险资产呈现“Risk Off”的表现，权益资产可能受盈利预期下调和估值调整双重影响。当前标普500股指市盈率明显高于1990年至今历史均值，纳斯达克股指市盈率明显高于2004年至今历史均值，更需关注估值和利率中枢的边际变化。

风险提示：各项因素影响下，美国大选结果可能延迟公布、新当选的总统和议会在政策制定方面仍有不确定性、新任总统带来国际关系战略制定，大国博弈和资产价格波动方面的不确定性。

图表1：拜登领先优势正被逐步蚕食，但目前（截至北京时间10.23实时）领先身位仍大于首次总统辩论之前



资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

图表2：各媒体对美国总统大选支持率的调查统计(%)：拜登仍有领先优势，但正被逐渐追近

媒体	调查日期	拜登支持率	特朗普支持率	特朗普支持率较拜登
RCP Average	10/13 - 10/20	50.6	43.1	-7.5
Economist/YouGov	10/18 - 10/20	52	43	-9
IBD/TIPP	10/16 - 10/20	49	47	-2
Reuters/Ipsos	10/16 - 10/20	51	42	-9
Rasmussen Reports	10/14 - 10/20	49	46	-3
CNBC/Change Research (D)*	10/17 - 10/18	52	42	-10
SurveyUSA	10/16 - 10/19	53	43	-10
NY Times/Siena*	10/15 - 10/18	50	41	-9
JTN/RMG Research*	10/15 - 10/17	51	43	-8
The Hill/HarrisX	10/13 - 10/15	46	42	-4
USC Dornsife	10/7 - 10/20	53	42	-11
IBD/TIPP	10/11 - 10/15	49	43	-6
Economist/YouGov	10/11 - 10/13	52	42	-10
The Hill/HarrisX	10/10 - 10/13	47	40	-7
Reuters/Ipsos	10/9 - 10/13	51	41	-10
NBC News/Wall St. Jrnl	10/9 - 10/12	53	42	-11
NPR/PBS/Marist	10/8 - 10/13	54	43	-11
Rasmussen Reports	10/7 - 10/13	50	45	-5
JTN/RMG Research*	10/8 - 10/10	51	43	-8
USC Dornsife	10/2 - 10/15	54	42	-12
ABC News/Wash Post	10/6 - 10/9	55	43	-12
The Hill/HarrisX	10/3 - 10/6	45	40	-5
FOX News	10/3 - 10/6	53	43	-10
Economist/YouGov	10/4 - 10/6	51	42	-9
Reuters/Ipsos	10/2 - 10/6	52	40	-12
CNBC/Change Research (D)*	10/2 - 10/4	52	42	-10

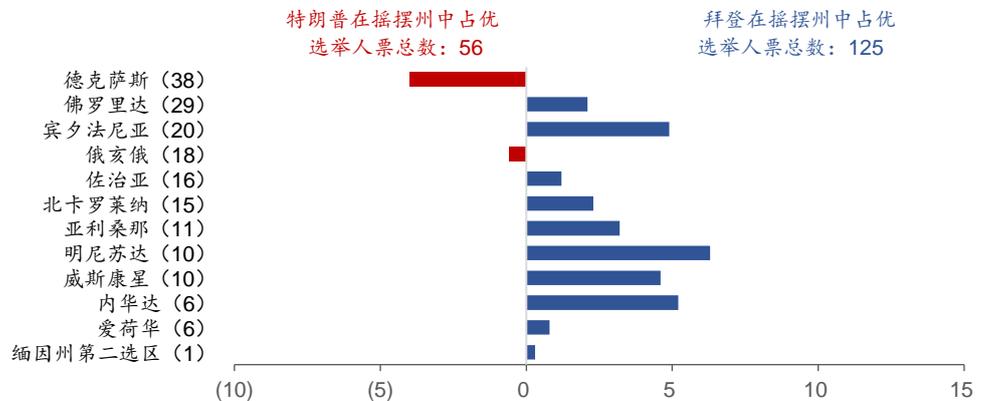
资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

**图表3：9月下旬以来美国大选重要事件，拜登领先优势扩大后被追赶，目前已有反弹迹象**

时间	事件	拜登领先特朗普博彩胜率
9月22日	特朗普联合国大会发言，主张对中国问责并展示美国国力	8.6
9月29日	第一次总统辩论，特朗普表现不尽人意，拜登表现较为出色	9.5
10月2日	特朗普确诊新冠	23.5
10月5日	特朗普出院	22.2
10月6日	拜登在葛底斯堡发表职业生涯以来“最好的演讲”，获得主流媒体好评	28.8
10月7日	特朗普称仍然驻扎在阿富汗的美军人员应该在圣诞节前撤离	28.6
10月9日	特朗普拒绝视频辩论，原定于10月15日的第二次总统辩论取消	29.5
10月10日	特朗普自新冠治疗出院后首次出席公共活动，称自己感觉良好	30.9
10月12日	驻阿富汗美军宣布对塔利班发动了多轮空袭	33
10月12日	美参议院启动大法官任命听证会	33
10月14日	拜登儿子邮件门事件发酵	31.4
10月15日	哈里斯竞选团队两人新冠病毒检测呈阳性，哈里斯将暂停出行	29.8
10月18日	特朗普最近一周内接连造访关键摇摆州，举办大型线下造势活动	19.8

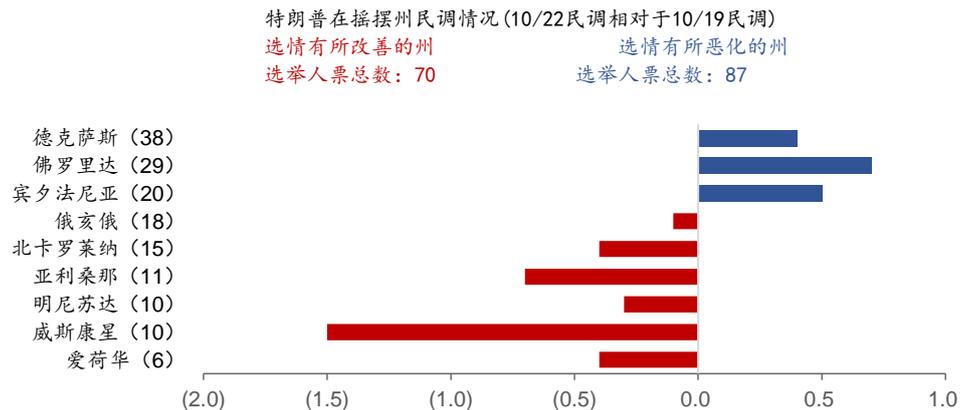
资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

**图表4：摇摆州民调跟踪（截止10月22日），拜登领先票数和优势仍较明显**



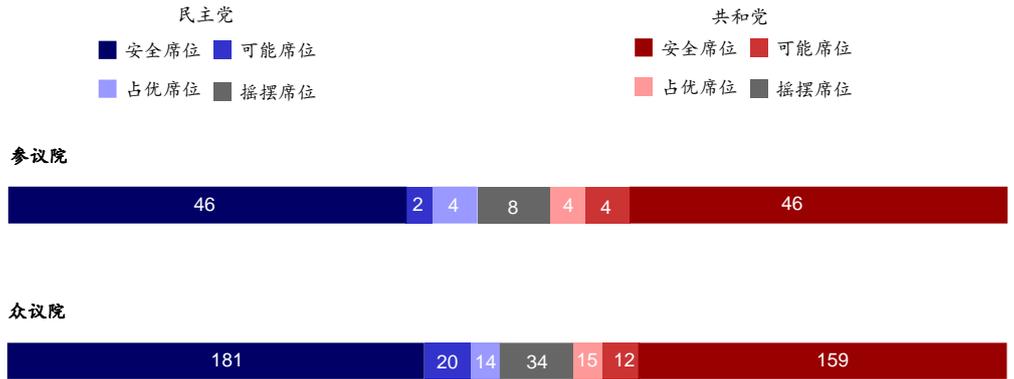
资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

**图表5：特朗普摇摆州民调状况（截至10月22日）：特朗普正积极弥补摇摆州的劣势**



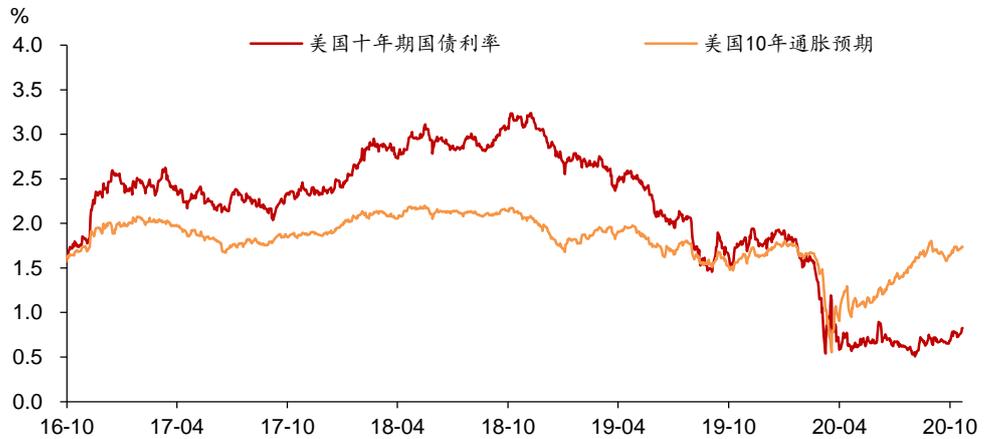
资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

**图表6：参众两院席位预测分布情况(截至10/22)：参议院变得更加焦灼，众议院民主党胜算大于共和党**



资料来源：Realclearpolitics，华泰证券研究所

**图表7：美国十年期国债利率低位小幅回升，通胀预期温和反弹**



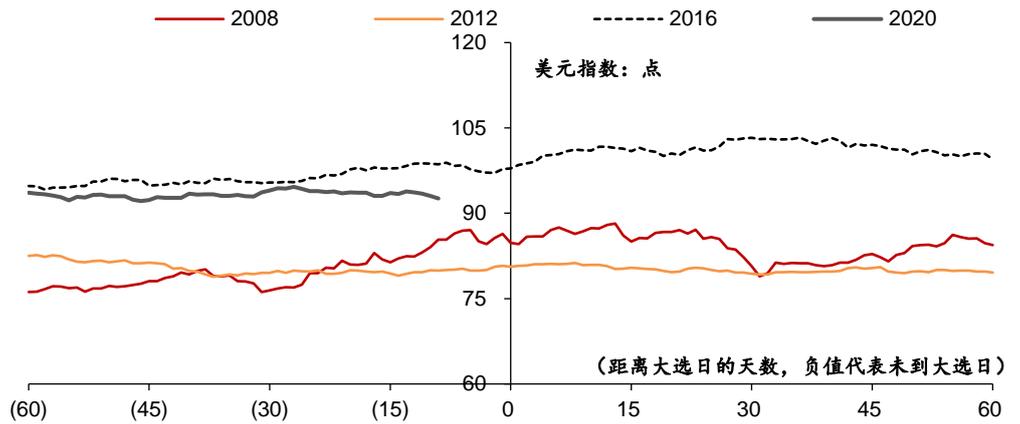
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表8：今年二季度以来美元指数走弱，人民币受基本面支撑持续维持强势**



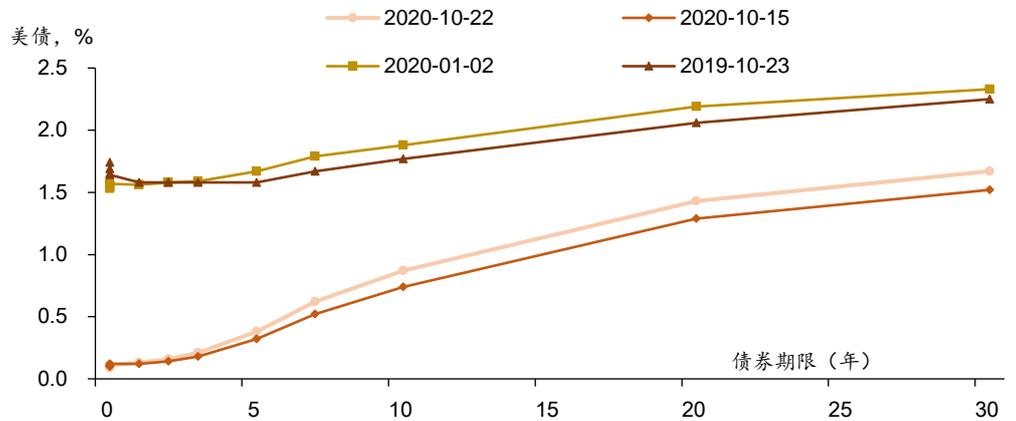
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表9：大选后的美元指数走势大多延续原有方向（以选举日为0，横轴按天计）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表10：美国国债利率今年短端已至历史低位，长端也较去年末下行



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表11：标普500股指市盈率接近1990年以来均值+两倍标准差



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表12：纳斯达克股指市盈率显著超过2004年以来均值+两倍标准差



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表13: 对美国大选的“总统+议会”构成的情景分析**

白宫/参议院/众议院	政策方向	经济影响	美国国债利率	汇率	信贷及权益资产	风险
Biden +民主党 +民主党	财政+加税; 落地顺利	需求侧刺激, 经济复苏和通胀预期最强; 财政赤字扩张	利率上行, 曲线陡峭化;	减弱美元下行压力, 但人民币对美元或仍较强	尾部风险少, 利好风险资产, 但权益资产风格由成长切换至周期	财政刺激强度或进度低于预期
Biden +共和党 +民主党	小幅财政+加税; 刺激受阻, 且低于预期	财政顾及“平衡”, 赤字增长少, 约束通胀抬头	利率上行动能不及第一类情形	美元延续走弱	风险资产分化, 尾部企业破产风险增大	寻找两党共识, 可能以意识形态问题强硬对华
Trump +共和党 +民主党	小幅减税+强势外交; 全面财政刺激受阻, 依赖货币	维持当前生态, 经济增长动能环比小幅回落, 通胀较弱	真实利率维持较低	美元持续走弱, 人民币升值受政治风险影响	低利率利好风险资产, 可能延续当前风格; 但可能增加短期波动率	转移矛盾, 更强硬对华
Trump +共和党 +共和党	减税+放松监管; 落地顺利	私有部门资产负债状况修复, 但消费意愿可能随减税出台时间推移逐渐减弱	利率上行空间有限	人民币汇率受政治风险影响	减税+低利率, 利好权益资产	Trump 连任后诉求和风格大幅转变
Trump 不承认邮寄结果	政局动荡	今年11月-2021年1月的刺激政策无望, 且各项政府方案搁浅	利率大幅下降	利空美元, 利好日元、欧元等避险货币	风险资产 risk-off	拒绝和平移交政权

资料来源: BBC, 彭博社, 华泰证券研究所

### 风险提示

全球范围内疫情控制情况差于预期, 美国经济复苏不及预期; 美国大选结果的不确定性, 带来政策、经济环境等方面的不确定性。

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\\_1892](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1892)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>