

美国大选下的大类配置分析

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

摘要:

- **目前拜登在总体和摇摆州的民调上均领先特朗普:** 根据民调机构 Real Clear Politics 的数据显示, 10 月以来第一轮辩论以及特朗普确诊新冠, 使得拜登领先再度拉大。截止 10 月 15 日, 拜登在民调支持率上领先特朗普 9.2%。分州来看, 拜登占领先优势的州共计 216 票, 反观特朗普共计 125 票。在 8 个重要摇摆州当中, 特朗普仅在德克萨斯州略微领先, 而剩余 7 个州均呈现拜登领先的局面。

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

联系人:

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

但是需要警惕大选进入最高法院仲裁环节加剧市场风险, 大选结果并未板上钉钉。

此前特朗普炮轰邮寄投票, 指责邮寄投票会导致“选举欺诈”, 考虑到当下两党围绕新任大法官激烈争夺, 本轮大选发生这种意外的概率还是较大的, 将对市场带来较大的不确定性。

- **两位候选人执政纲领的异同:** 两者在财政刺激、对中国政策、援助法案的大体方向上还是相同的。拜登主张加税, 尤其是增加高收入人群税收, 而特朗普主张减税。医疗上, 特朗普主张废除奥巴马医改, 而拜登则主张扩大奥巴马医改的覆盖范围。
- **对大类资产影响:**

历史经验: 1、连任失败确实会给市场带来短期的调整, 但持续性非常短, 呈现先跌后涨的走势。2、大选季度看美元指数上涨的概率高达 63.3%。3、黄金在大选季度上涨概率仅有 27.3%, 录得-3.4%的均值。4、美债利率在历次大选季度上涨概率高达 72.7%。整体看是风险偏好抬升下的大类表现。

综合两位候选人的观点我们认为:

特朗普

拜登

	特朗普	拜登
美股	主张的减税则将延长低利率预期的时间, 倒逼美联储维持更长时间的宽松周期, 美股“水牛”延续	拜登主张对富人加税有利于缩小贫富差距, 结合扩大医改覆盖范围有望拉动整体消费以及基建刺激计划, 有望推动长周期的美股风格轮转从科技牛转向消费和周期牛。
美债	减税主张使得美国长周期的低利率预期延续	加税主张使得 3 年以上的长周期政府杠杆预期下调, 进而打开美债利率的上升空间。
商品	基建计划利好工业品; 贵金属则需要看美联储的扩表速度	基建计划利好工业品; 利率预期上升而名义利率仍受限, 将推动实际利率进一步走低, 贵金属受益
美元指数	两位候选人均难以扭转弱美元趋势。长周期来看, 美国政府高杠杆决定美国国债的名义利率长期 (美联储预计是 3 年) 内维持低位。但短期来看, 若拜登当选, 其主张不使用关税对其他国家施压, 美元下行压力较特朗普连任会更大。而第二轮疫情救助方案推出, 欧洲疫情恶化以及英国硬脱欧等短期风险会支撑美元。	
A 股	两位候选人的当选不会对 A 股的中长期走势产生影响, 但是需要谨防以下突发突发事件对于 A 股的不利影响。第一: 提防特朗普当选后的对华政策; 第二: 警惕拜登当选后加税政策实施后的风险外溢; 第三: 提防大选前的“十月惊奇”对于市场风险偏好的影响	

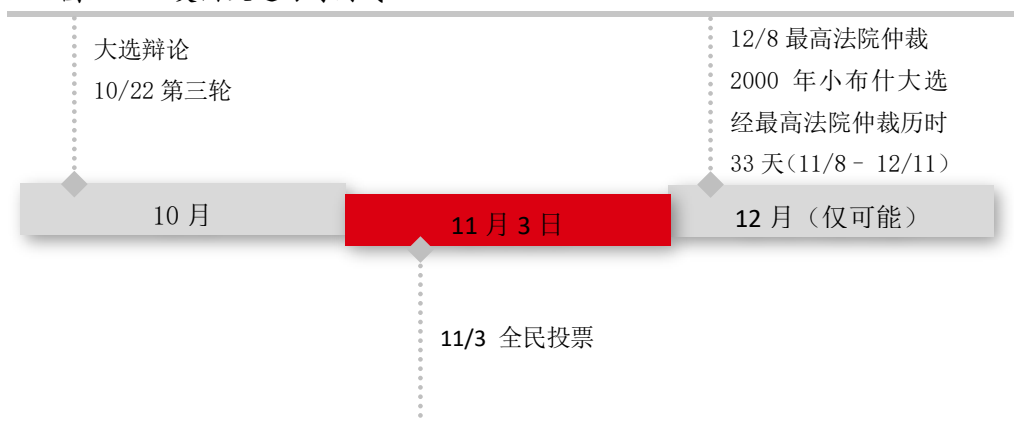
两位候选人政策和竞选流程简介

• 竞选流程简介

今年四季度将迎来美国大选，后续重要的时间节点包括：

1. 竞选活动：时间为 2020 年 9 月至 10 月，共和党和民主党的总统与副总统候选人将进行一系列的竞选活动，其中包括三场总统辩论，分别将于 9 月 29 日、10 月 15 日和 10 月 22 日举行，和一场 10 月 7 日举行的副总统辩论。
2. 大选：时间为 2020 年 11 月 3 日，该日为全民投票日，按州实施赢者通吃的规则，仍是以摇摆州的争夺为最重要，最终得票超过 270 票的人将胜出。
3. 最高法院仲裁（可能）：若本次大选触发美国最高法院仲裁发生，参考 2000 年小布什大选的经验来看，当时经最高法院仲裁历时 33 天（2000/11/8 至 2000/12/11），预计将于本年 12 月 8 日产生最终结果。提出这个观点的主要依据是特朗普炮轰邮寄投票，指责邮寄投票会导致“选举欺诈”，考虑到当下两党围绕新任大法官激烈争夺，本轮大选发生这种意外的概率还是较大的。

图 1： 美国大选的时间线



数据来源：华泰期货研究院

特朗普和拜登执政纲领的异同：

两者在财政刺激、对中国政策、援助法案的大体方向上还是相同的。1、均提出约 2 万亿美元的基建计划，只不过拜登将其拆分为 1.3 万亿的基建计划，4000 亿的采购计划以及 3000 亿的研发投入。2、两者均对中国态度强硬，但拜登并不主张通过关税向其他国家施压，拜登在经济层面向国际的直接冲击相对较弱。3、均主张推动第二轮援助法案落地，但拜登反对其中向企业的援助。

两者在**税收，医疗，金融政策和对外政策**上存在较大分歧。拜登和特朗普在税收及医疗上持有完全相反的态度。拜登主张加税，尤其是增加高收入人群税收，而特朗普主张减税。医疗上，特朗普主张废除奥巴马医改，而拜登则主张扩大奥巴马医改的覆盖范围。此外，拜登主张对苹果、Facebook、亚马逊、谷歌、Facebook 等大型科技公司发起反垄断调查，甚至 10 月 7 日国会已经发布了一份针对四大科技巨头的反垄断调查报告。对外政策上，拜登较特朗普更为温和，反对通过关税来施压各国，但对**中国态度仍较为强硬**。

图 2：特朗普和拜登政策对比

	特朗普	拜登
税收	承诺全面减税，推行税改 2.0 ，目前的个人所得税率为七档 10%、12%、22%、24%、32%、35%、37%。特朗普呼吁降 22% 和 24% 两档统统降为 15%；对企业征收 15% 的统一税；调低资本利得税	富人税：增加高收入群体税收，提高资本利得税， 将公司所得税税率从目前的 21% 提高到 28% 。
积极财政	提出了 2 万亿美元的基础设施投资计划	主张“美国采购计划” ，通过政府采购来刺激清洁能源、基础设施和医疗等领域需求，计划在 4 年内采购美国商品和服务共 4000 亿美元，并投入 3000 亿用于新技术和清洁能源的研发 制定 1.3 万亿美元“基建计划” ，包括维修现有的道路桥梁，投资贫困地区的基础设施，创造数百万个中产阶级就业机会
就业	扩大联邦资助的学徒计划和在职培训	将最低工资标准提升到 15 美元/小时；增加福利支出：免除学生贷款还款；改革居民破产制度。
医疗福利	废除奥巴马医改；未来十年内大幅削减医疗保健支出	在奥巴马医改基础上扩大覆盖范围，但反对全民医疗保险；大幅下调药品价格，与国际市场对接
金融政策	不尊重美联储的独立性，要求美联储主席鲍威尔放宽金融政策	尊重美联储的独立性
对外政策	与阿拉伯国家合作，进行联合军事活动以摧毁 ISIS	结束阿富汗和中东的战争，但必要时会使用武力；增加国防预算，重申对伙伴军备保护的承诺
移民政策	加强对签证及入境的限制，加强对非法居民的驱逐	主张废除特朗普政权下的移民限制，加强对南美边境非法移民的打击，主张通过经济援助计划吸引低成本劳动力合法入境 恢复儿童入境延期行动 (DACA)，保护非法儿童移民免遭遣返
贸易政策	签订中美第一阶段经贸协议，反对中国的非法出口补贴，对知识产权盗窃和强迫转让采取零容忍；退出 TPP 和 WTO； 实施更多反倾销和反补贴措施	批评特朗普与中国的贸易摩擦，不利于每个农业和制造业，主张团结盟友向中国政府施压；支持修订后的 USMCA 支持加入 TPP 不支持用关税对其它国家施加压力

抗疫 扩大检测范围，指定旅行禁令

主张优先挽救生命并阻止病毒传播的公共卫生行动计划；确保一线工人有资格得到防护设备支持，保证广泛且免费的新冠疫情检测

援助法案 推动第二轮援助方案落地

反对援助法案中对于公司的援助，支持对家庭的救济；主张给每个小企业提供更多的贷款，使其在疫情中维持运转；主张扩大失业金规模

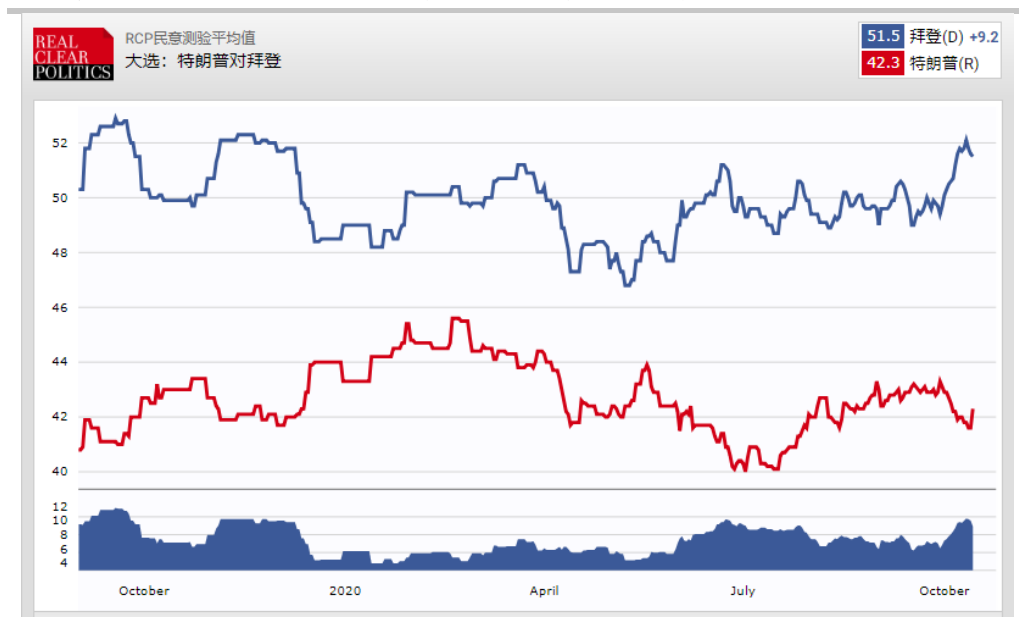
资料来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

大选结果分析

• 目前拜登在总体和摇摆州的民调上均领先特朗普

根据民调机构 Real Clear Politics 的数据显示，今年6月以来的警察“跪杀”黑人所引发的一系列事件使得拜登对特朗普民调支持率领先从5%左右一度扩大至10.2%，而10月以来第一轮辩论以及特朗普确诊新冠，使得拜登领先再度拉大。截止10月15日，拜登在民调支持率上领先特朗普9.2%。

图3： 总体民调拜登领先优势正在扩大（截止10月15日）

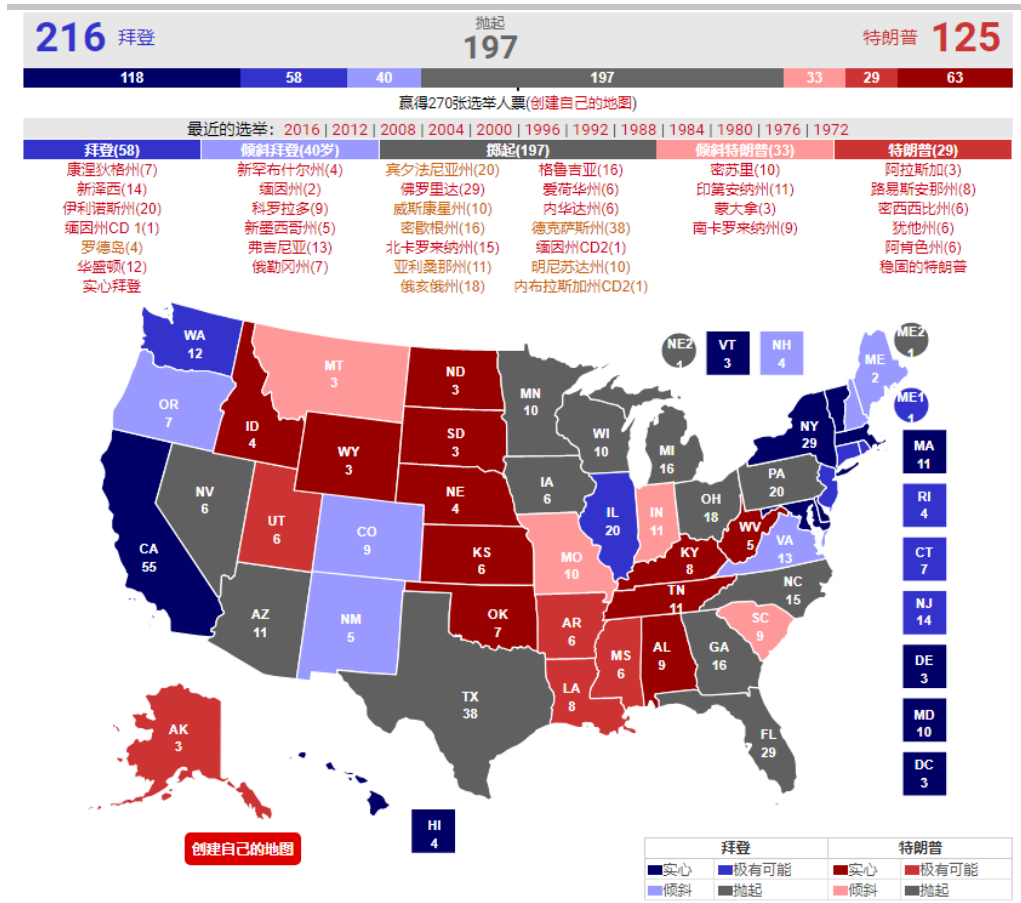


数据来源：RealClearPolitics 华泰期货研究院

分州来看，拜登在8个传统蓝州大幅领先，在华盛顿、新泽西等6个州具有一定优势，在康涅狄格等5个州小幅领先，共计216票。反观特朗普在11个传统红州大幅领先，在密西西比等5个州有一定优势，而在印第安纳和南卡州小幅领先，共计125票。除此以外，还有包括佛罗里达州、亚利桑那等15个摇摆州，共计197张选票不确定较高，也意味着本轮大选还是存在不确定性。

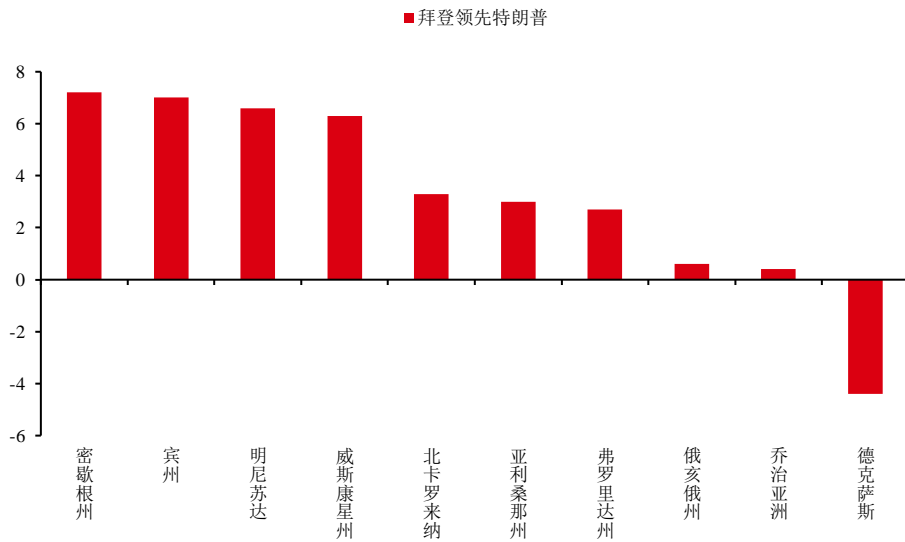
从摇摆州来看，得克萨斯州（38票）、佛罗里达州（29票）、宾夕法尼亚州（20票）、俄亥俄州（18票）、密西根州（16票）、佐治亚州（16票）、北卡罗来纳州（15票）、亚利桑那州（11票）这8个州选举人票数较多，我们选取来做进一步分析。在上述8个摇摆州当中，特朗普仅在德克萨斯州略微领先，而剩余7个州均呈现拜登领先的局面。

图4： 分州看，拜登领先优势仍明显（截止10月15日）



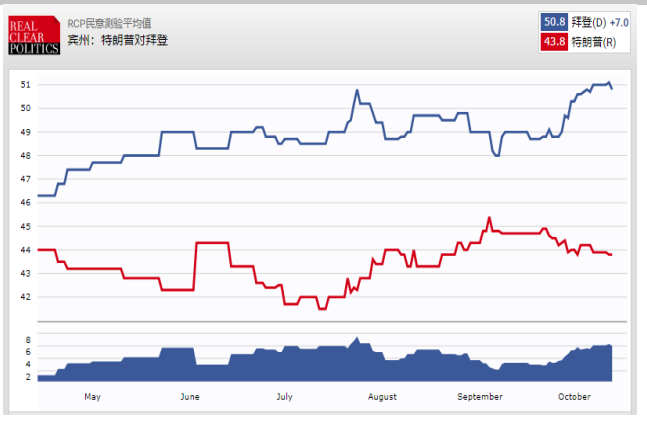
数据来源: RealClearPolitics 华泰期货研究院

图 5： 部分摇摆州民调拜登领先特朗普统计（截止 10 月 15 日）



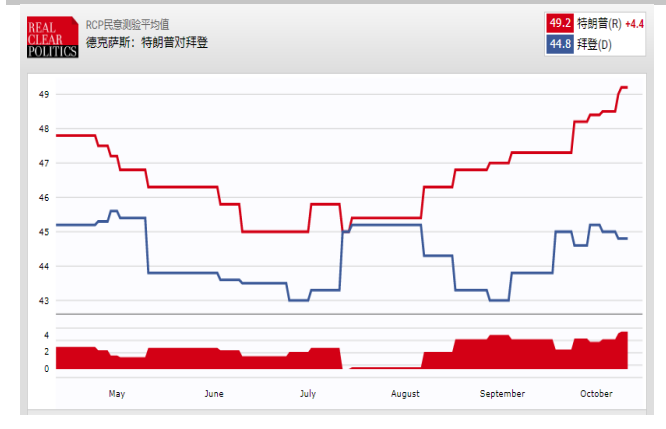
数据来源：RealClearPolitics 华泰期货研究院

图 6： 宾州的民调支持率情况



数据来源：Wind 华泰期货研究院

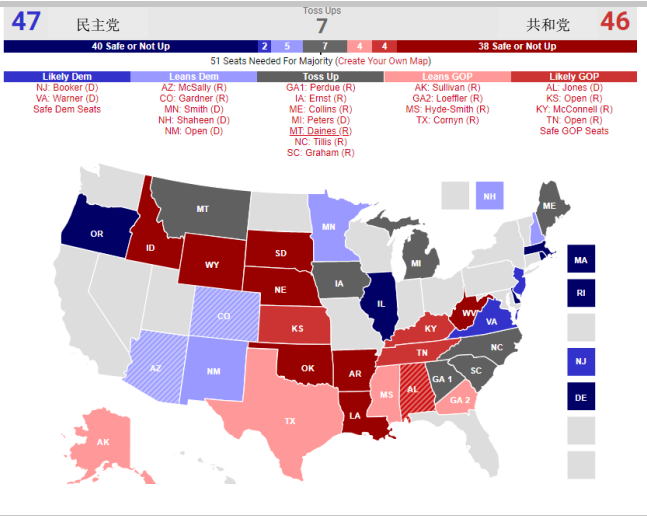
图 7： 德克萨斯州的民调支持率情况



数据来源：Wind 华泰期货研究院

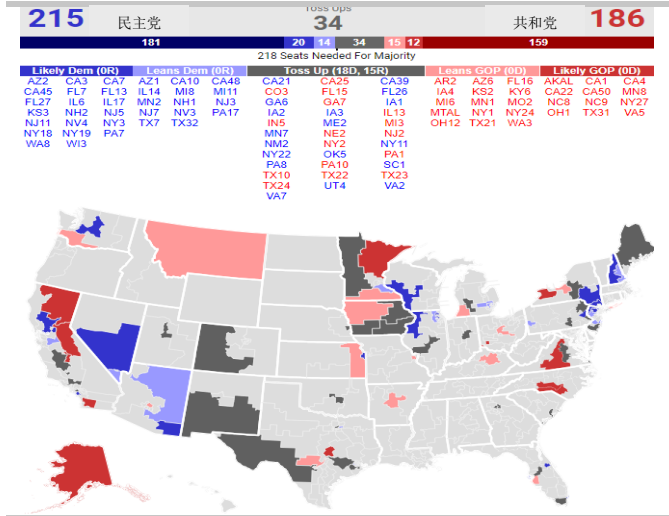
国会方面，民主党主导众议院概率较高，参议院仍势均力敌。美国国会中参议院议员 100 名（每州两名），众议院议员 435 名（按各州人口分布）；众议院每任两年，两年全部改选，参议院每任六年，每两年改选三分之一。民主党当前在众议院拥有 232 个席位，为多数党，而共和党在参议院占 53 席的多数。截止 10 月 15 日，根据民调统计民主党预计或将锁定众议院多数席位（215 席），共和党 186 席，另外 34 个席位仍存不确定性，考虑到众议院席位是按各州人口分布，因此胜选一方较大概率主导众议院。参议院则存在较大不确定性，民调显示民主党和共和党或将分别锁定 47 和 46 个席位。

图 8： 参议院的选举民调情况（截止 10 月 15 日）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 众议院的选举民调情况（截止 10 月 15 日）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

大选影响分析

- 历史大选下的大类经验

我们通过回顾 1980 年以来的历次大选当季大类资产表现：1、非连任大选年四季度标普 500 收跌的概率为 46.7%，连任大选年四季度标普 500 收跌的概率为 26.7%，从历史表现来看，连任失败确实会给市场带来短期的调整，但持续性非常短，呈现先跌后涨的走势。2、大选季度看美元指数上涨的概率高达 63.3%，大选带来的政策以及情绪支撑可能是美元走强的原因。3、黄金在大选季度上涨概率仅有 27.3%，录得-3.4%的均值。4、美债利率在历次大选季度上涨概率高达 72.7%。整体看是风险偏好抬升下的大类表现。

图 10： 1980 年以来历次大选年各月大类资产的表现

单位：%

时间	标普 500	美元指数	金价	10Y 美债 (BP)	时间	标普 500	美元指数	金价	10Y 美债 (BP)
1980/10	1.6	2.7	-5.6	60	2000/10	-0.5	3.1	-3.3	-3
1980/11	10.2	1.8	-1.5	26	2000/11	-8	-1.3	1.7	-29
1980/12	-3.4	0.4	-4.9	-29	2000/12	0.4	-5	1.3	-36
1984/10	0	-0.8	2.9	60	2004/10	1.4	-2.8	2.4	-9
1984/11	-1.5	1.9	-1.3	-21	2004/11	3.9	-3.6	6.5	31
1984/12	2.2	1.5	-6.3	-3	2004/12	3.3	-1.2	-3.4	-12
1988/10	2.6	-4	4	-22	2008/10	-17	8	-17.4	16
1988/11	-1.9	-3.4	2.5	41	2008/11	-7.5	1.1	11.5	-108

1988/12	1.5	2.2	-2.9	8	2008/12	0.8	-6.2	6.2	-68
1992/10	0.2	8.1	-2.8	43	2012/10	-2	0.1	-3.2	7
1992/11	3	3.6	-1.5	15	2012/11	0.3	0.4	0.4	-10
1992/12	1	1.7	-0.4	-25	2012/12	0.7	-0.6	-3.6	16
1996/10	2.6	-0.6	0.1	-35	2016/10	-1.9	3	-3.8	24
1996/11	7.3	0.6	-2.2	-31	2016/11	3.4	3.3	-7.4	53
1996/12	-2.2	0.2	-0.5	37	2016/12	1.8	0.8	-1.6	8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11: 1980 年以来历次大选年各月大类资产的表现汇总 单位：%

频率	标普 500	美元指数	金价	10Y 美债 (BP)
月度张得福均值				
10 月	-1.30	1.68	-2.67	14.10
11 月	0.92	0.44	0.87	-3.30
12 月	0.61	-0.62	-1.61	-10.40
季度				
涨跌幅均值	0.23	1.5	-3.41	0.4
上涨概率	72.7	63.6	27.3	72.7

数据来源：Wind 华泰期货研究院

- 从候选人政策来看

美股受益最大，但两位候选人对科技和医疗板块的影响截然相反。无论是拜登还是特朗普均有计划约 2 万亿美元左右的财政刺激政策，并且同样表态积极推动第二轮疫情救助方案出台，在改善经济预期和控制疫情的逻辑上利好股指。这里需要指出的是，拜登的加税纲

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_2022

