

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

陈莉 SAC No. S0570520070001  
 研究员 SFC No. BMV473  
 0755-82766183  
 chenli2832@htsc.com

## 美国大选结果“排列组合”之影响

2020年美国大选已进入最后冲刺阶段，目前拜登民调支持率显著领先特朗普，市场“押注”向拜登胜选倾斜。10月初成为美国大选舆情的关键转折点，在首场大选辩论和特朗普确诊新冠后，拜登的领先优势进一步扩大。但历史经验来看，多种因素可能影响大选结果，仍需关注反转可能性。

### 相关研究

- 1 《宏观：消费市场建设是循环顺畅的基础》2020.09
- 2 《宏观：美元汇率分析框架及前景展望》2020.08
- 3 《宏观：美国货币政策即将步入3.0版》2020.07

本文中，我们列出四种“总统”和“国会”的可能排列组合。不同的组合对经济增长路径、获益部门，以及美元利率和汇率的影响不尽相同。民主党-拜登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。如基建刺激落地，短期内，民主党主导下的经济增长及美债利率皆可能有上行动力。结合大选舆情和历史规律，我们将2020年美国大选的组合可能性由高到低大体分为“拜登+民主党参议院+民主党众议院”、“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”、“特朗普+共和党参议院+共和党众议院”四种常规情形。

目前看来，可能性最大的是拜登+民主党参议院/众议院组合，这可能对总额最可观的短期财政政策“组合拳”。1) 基建投资加码可能提振经济短期复苏力度和通胀预期，并进一步推动美债利率曲线陡峭化；2) 财政逆周期力度加大，可能支撑美元指数。同时国际合作机制可能有所恢复、提振人民币兑美元汇率；3) 如美债长期利率上行、则可能触发美股短期的风格切换。4) 这一民主党“横扫”的情形下，美国有望恢复与国际组织的合作，尤其在环保和医疗健康方面，其中也不排除和中国在这些领域的合作。

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”。1) 总体财政赤字或不及民主党“横扫”的情形，尤其在支出方面，而较大规模基建投资推行的阻力将加大；2) 短期通胀和利率上行的动力可能不及民主党“横扫”情形；3) 各领域的国际合作仍可能有所修复。

特朗普+共和党参议院+民主党众议院组合，即大体维持现有政治生态。此情形下，财政刺激规模或难超“民主党横扫”执政情形，但货币政策或将保持宽松、真实利率维持在较低水平，美元弱势或延续；此外，当前资本市场已大幅押注拜登当选的可能性，如果最终特朗普当选，短期内美股波动性或有所放大。

在特朗普+共和党参议院/众议院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。此种情形下，短期内投资强度可能不及大幅基建刺激的情形，美债利率上行空间或较为有限；而成长类权益资产可能受益于低利率和减税的双重提振，延续现有强势风格。

多种因素可能影响大选结果，仍需关注不确定性因素。1) 最后一场总统辩论能否如期进行、辩论结果是否大幅反转？若拜登表现不佳，市场波动或将明显加大；2) 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；3) 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。

## 正文目录

美国大选舆情分析：拜登和特朗普的优势各自在哪？ .....	3
特朗普与拜登：“自信执着” VS 老牌政客 .....	3
民调和博彩赔率显示拜登胜率持续领先特朗普，且 10 月以来优势扩大 .....	4
但历史经验来看，多种因素可能影响大选结果，仍需关注反转可能性 .....	7
美国参众两院席位分析 .....	7
美国大选结果对市场影响的“4+1”情景分析 .....	9
特朗普与拜登主要“政策牌”对比 .....	9
拜登+民主党参议院/众议院，可能对应总额最可观的短期财政“组合拳” .....	12
拜登+共和党参议院+民主党众议院，财政政策组合可能会更顾及“平衡” .....	12
特朗普+共和党参议院+民主党众议院：大体维持现有政治生态 .....	12
特朗普+共和党参议院/众议院：推动减税，注重提振企业盈利和资产价格 .....	13
大选如出现程序不确定性 .....	13
大选不确定性因素前瞻 .....	16
大选重要时间节点前瞻 .....	16
由于第二场大选辩论取消，10/22 的最后一场大选辩论至关重要 .....	16
疫情可能令更多选民选择邮寄选票，选举结果公布时间存在推迟可能性 .....	16
若特朗普败选，可能质疑选举结果的合法性 .....	18
风险提示 .....	18

## 美国大选舆情分析：拜登和特朗普的优势各自在哪？

### 特朗普与拜登：“自信执着”VS老牌政客

在2017-2020年任期内，特朗普的个人特征已被市场充分认知：执行力强、注重结果而不在乎方式、高度自信而执着、精力充沛等。尽管在具体政策细节上，特朗普往往“朝令夕改”，导致资本市场和各大媒体对其推特表态高度敏感；但客观评价，特朗普的确兑现了其2016年总统大选政策承诺当中的大多数内容。特朗普高度的自信和坚定，也产生了较强的感染力，使得支持他的选民票仓多为坚定派，不大可能因外界风评、或民调结果向民主党“一边倒”而有所动摇。因此，尽管截至10月中旬，各项民调显示拜登对特朗普的领先优势正在扩大，但仍不能断言特朗普就无法翻盘。

相比于特朗普由商转政的“半路出家”，拜登则以老牌、正统美国政客的形象示人。1942年生的拜登今年已78岁，比特朗普还要大4岁，今年参选的他也是美国历史上最年长的总统候选人。拜登曾任特拉华州资深联邦参议员，1973-2009年任美国国会参议员，2009-2017年任美国副总统（在奥巴马任期内），曾于1988年和2008年两度竞选美国总统失败。2020年8月18日，美国民主党全国代表大会正式提名拜登为民主党总统候选人。拜登是老牌政客，内政外交经验丰富，但年龄和体能可能是他的一大短板，在竞选活动中多次出现口误，为外界所诟病。

拜登提名的副总统人选是哈里斯，哈里斯是1964年生人，有非裔和印度裔血统，2011-2017年任加州总检察长，2017年以来任国会参议员。相对年轻、少数族裔出身的哈里斯，被认为可在一定程度上与拜登形成互补，弥补其“年龄过大、体能欠佳”的形象。

图表1：特朗普2016年竞选承诺兑现情况

竞选承诺	是否兑现	详情
修改贸易协议	已兑现	2017年1月，美国退出TPP；2017年11月，签订《美国-墨西哥-加拿大协定》；2018年9月，与韩国签署修订后的双边贸易协定。
退出巴黎气候协定	已兑现	2019年11月，美国正式启动退出巴黎气候协定。
轰炸伊斯兰国	已兑现	2019年10月，美国大规模轰炸伊斯兰国基地，次月，伊斯兰国领导人在美国突击队突袭中自杀身亡。
减税	已兑现	2017年12月，特朗普签署税改法案，将企业所得税率从35%降至21%，个税最高边际税率从39.6%降至37%。
将美国驻以色列大使已兑现 馆迁至耶路撒冷	已兑现	2018年5月，美国正式将大使馆迁至耶路撒冷。
指控中国操纵汇率	部分兑现	2019年8月，美国政府将中国列为“汇率操纵国”，2020年1月，中美第一阶段协议签署前夕，美国将中国移出汇率操纵国名单。
纠正对华贸易逆差	部分兑现	2018年3月，美国开始对中国进口商品大规模征收关税；2020年1月，中美签订第一阶段贸易协议。
美国军队撤离中东	部分兑现	2018年12月，特朗普宣布撤出在叙利亚全部驻军；2020年2月，美国与塔利班签署协议，结束长达18年的阿富汗战争；2020年以来，美军在阿富汗人数从1.3万人减至8600人，大选前将继续撤离在伊拉克和阿富汗的军队。
由墨西哥买单修建美部分兑现 墨边境墙	部分兑现	墨西哥拒绝为边境墙买单，2019年2月，特朗普宣布美国南部边境出现“国家紧急状态”，绕过国会为修建美墨边境墙筹集经费。
废除奥巴马医改法案	部分兑现	2017年10月，特朗普启动废除奥巴马医改计划，虽然国会尚未通过废除或改革法案，但特朗普政府通过缩短入学时间、削减补贴、取消对未购买健康保险者的罚款等措施来部分消解了奥巴马医改法案。
驱逐所有非法移民	部分兑现	特朗普选举后，只驱逐有犯罪记录的非法移民，且受到不少州的阻碍；2020年6月，最高法院裁定特朗普政府无权废除《儿童到达延期行动》（Daca），保护了约65万未成年子女进入美国的年轻人。
重建基础设施	未兑现	到2018年3月，美国国会已拨款210亿美元用于基础设施建设，2020年4月，民主党称已与特朗普就2万亿美元基建计划达成共识；2020年6月，美媒报道特朗普政府拟推出1万亿美元基础设施建设计划。

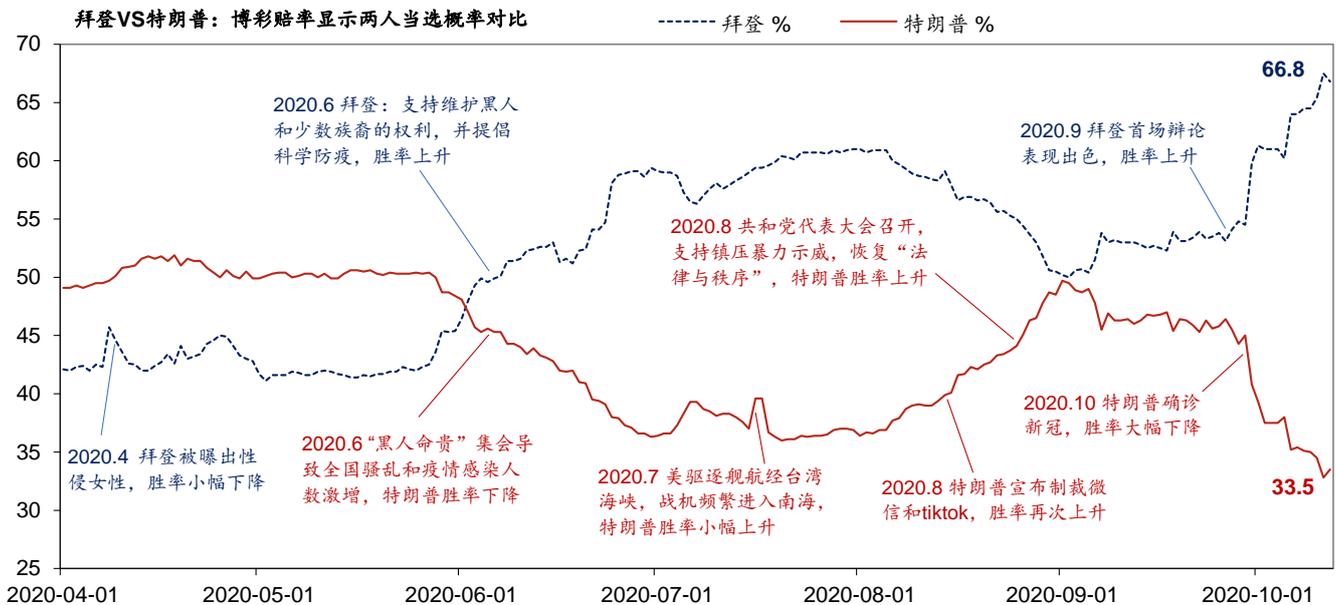
资料来源：BBC，华泰证券研究所

## 民调和博彩赔率显示拜登胜率持续领先特朗普，且10月以来优势扩大

民调和博彩赔率显示拜登对特朗普领先优势正在扩大。据 RealClearPolitics 平均民调统计数据，拜登民调支持率始终高于特朗普，且10月以来逐渐扩大。2020年6月以来，随着“黑人命贵”（Black Lives Matter）运动的爆发和新冠疫情持续扩大，特朗普支持率不断下降，而拜登因支持和维护黑人及少数族裔的权利，并提倡科学防疫，博彩赔率反映其胜率不断上升并反超特朗普；2020年7月，特朗普开始打“中国牌”，美军驱逐舰经过台湾海峡，战机频繁进入南海；8月，特朗普宣布制裁 TikTok 和微信，这一系列行为使得其支持率重新上升；2020年8月末，共和党大会召开，特朗普支持镇压暴力示威，恢复“法律与秩序”，截至2020年9月初，特朗普博彩胜率几乎追平拜登。

10月初成为关键转折点，在北京时间9月30日的首场大选辩论中，特朗普表现不尽如人意：多次打断拜登的讲话、与主持人争执；而拜登则演说流利，较为完整准确地向选民表达了自己的政见。拜登在强化疫情防控、环保与清洁能源建设计划、维护选举公正性方面表现较为出色。10月2日，特朗普确诊新冠可能例证其防疫应对不力。美国大选第一次辩论结束后，RealClearPolitics 博彩赔率显示，拜登对特朗普的胜率优势较此前明显拉大，截至10月12日，拜登对特朗普的胜率领先超过30个百分点。

图表2：拜登对特朗普竞选胜率优势继续扩大（数据截至2020/10/12）



资料来源：RealClearPolitics，华泰证券研究所

图表3：各媒体对美国总统大选支持率的调查统计 (%)

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 (pct)
RCP Average	9/28 - 10/11	51.8	41.6	-10.2
JTN/RMG Research*	10/8 - 10/10	51	43	-8
IBD/TIPP	10/7 - 10/11	53	42	-11
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
Rasmussen Reports	9/30 - 10/6	52	40	-12
JTN/RMG Research*	10/1 - 10/3	51	43	-8
SurveyUSA	10/1 - 10/4	53	43	-10
CNN	10/1 - 10/4	57	41	-16
IBD/TIPP	9/30 - 10/1	49	46	-3
The Hill/HarrisX	9/30 - 10/1	47	40	-7
NBC News/Wall St. Jrnl	9/30 - 10/1	53	39	-14
CNBC/Change Research (D)	9/29 - 9/30	54	41	-13
USC Dornsife	9/23 - 10/6	53	42	-11
Economist/YouGov	9/27 - 9/30	50	42	-8
Reuters/Ipsos	9/25 - 9/29	51	42	-9
Rasmussen Reports	9/23 - 9/29	51	43	-8
Monmouth*	9/24 - 9/27	50	45	-5
JTN/RMG Research*	9/24 - 9/26	51	45	-6
The Hill/HarrisX	9/22 - 9/25	45	40	-5
Harvard-Harris	9/22 - 9/24	47	45	-2
NYT/Siena	9/22 - 9/24	49	41	-8
ABC/WP	9/21 - 9/24	54	44	-10
Emerson	9/22 - 9/23	48	44	-4
YouGov	9/20 - 9/22	49	42	-7
The Hill	9/19 - 9/21	45	40	-5
Reuters	9/18 - 9/22	50	42	-8
Rasmussen	9/16 - 9/22	48	47	-1
CNBC*	9/18 - 9/20	51	42	-9
Quinnipiac	9/17 - 9/21	52	42	-10

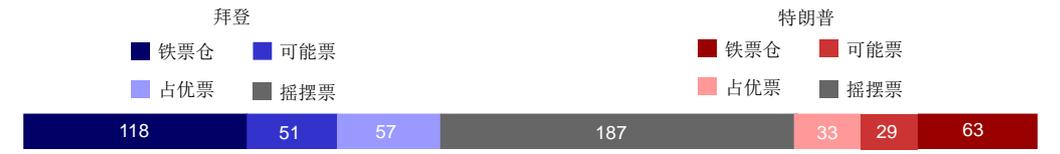
资料来源：RealClearPolitics，华泰证券研究所

基于美国总统大选在各州的“赢者通吃”和选举人票制度，RealClearPolitics 综合考虑各州民调统计结果和历史情况，分别统计了拜登和特朗普的“铁票仓”、可能票、占优票，以及摇摆票数字。铁票仓指候选人绝对可以赢得的选举人票；可能票指候选人有很大优势可以赢得的选举人票；占优票指候选人在竞选中占据一定优势的选举人票；摇摆票指竞选状态胶着，两位候选人都可能赢得的选举人票。

据 RealClearPolitics 统计数据，截至 10 月 12 日，在 538 张选举人票当中，拜登与特朗普的铁票仓比为 118:63，可能票比为 51:29，占优票比为 57:33，三者合计之比为 226:125。此外，摇摆州的选举人票数共 187 张，约占总选举人票数的 35%，其中特朗普领先 55 票，拜登领先 132 票，仅有德克萨斯州、佐治亚州和缅因州第二选区倾向于特朗普，其余摇摆州均倾向于拜登。加上有倾向的摇摆票，拜登与特朗普的票数之比可能为 358:180。

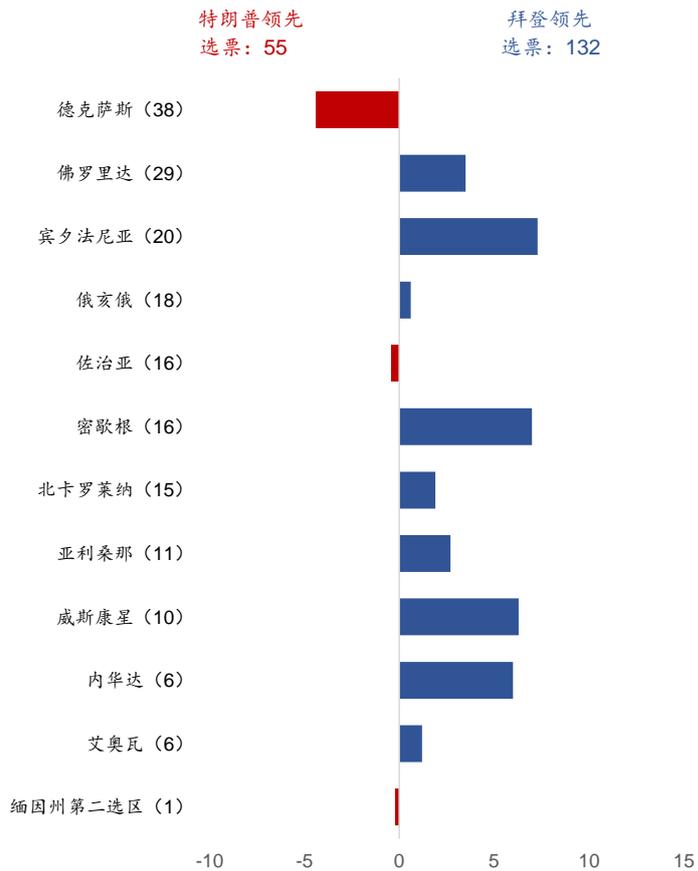
但在 2016 年的大选中，民主党候选人克林顿·希拉里的民调支持率也在更多摇摆州中领先于特朗普，但最终选举结果是，大多数摇摆州将选票投给了特朗普。所以仍需关注摇摆州的变化情况。

**图表4：美国总统选举人票数分布情况（数据截至2020/10/12）**



资料来源：RealClearPolitics，华泰证券研究所

**图表5：摇摆州民调支持率情况（数据截至2020/10/12，括号内为选举人票数）**



资料来源：RealClearPolitics，华泰证券研究所

**图表6：主要摇摆州当前民调及历史选举情况（数据截至2020/10/12，括号内为选举人票数）**

摇摆州	当前平均民调	2016年平均民调	2016选举结果	2012选举结果	2008选举结果
宾夕法尼亚 (20)	Biden +7.3	Clinton +6.8	Trump +0.7	Obama +5.4	Obama +10.3
佛罗里达 (29)	Biden +3.5	Clinton +3.6	Trump +1.2	Obama +0.9	Obama +2.8
威斯康星 (10)	Biden +6.3	Clinton +6.7	Trump +0.7	Obama +6.9	Obama +13.9
密歇根 (16)	Biden +7.0	Clinton +10.7	Trump +0.3	Obama +9.5	Obama +16.4
俄亥俄 (18)	Biden +0.6	Trump +0.7	Trump +8.1	Obama +3.0	Obama +4.6
北卡罗莱纳 (15)	Biden +1.9	Clinton +2.7	Trump +3.7	Romney +2.0	Obama +0.3
佐治亚 (16)	Trump +0.4	Trump +5.5	Trump +5.1	Romney +7.8	McCain +5.2
新罕布什尔 (4)	Biden +9.0	Clinton +3.6	Clinton +0.3	Obama +5.6	Obama +9.6
艾奥瓦 (6)	Biden +1.2	Trump +3.7	Trump +9.5	Obama +5.8	Obama +9.5
内华达 (6)	Biden +6.0	Clinton +2.4	Clinton +2.4	Obama +6.7	Obama +12.5
亚利桑那 (11)	Biden +2.7	Trump +1.0	Trump +3.5	Romney +9.1	McCain +8.5
德克萨斯 (38)	Trump +4.4	Trump +6.0	Trump +9.0	Romney +15.8	McCain +11.8

资料来源：RealClearPolitics，华泰证券研究所

### 但历史经验来看，多种因素可能影响大选结果，仍需关注反转可能性

美国总统大选历史上有多次与民调预测背离的结果。1948年美国大选中，共和党人杜威在民调中一路领先民主党人杜鲁门，最终杜鲁门以4.5%的普选得票率优势赢下了大选；1980年，当时的民调显示在任民主党总统卡特与共和党人里根之间的差距十分接近，但里根最终以接近10%的普选得票率的较大优势赢下大选；2012年，世界上最负盛名的民调机构之一的盖洛普一路预测罗姆尼将击败奥巴马，最终奥巴马以接近4%的普选得票率的优势赢下选举；2016年，几乎所有主流民调全部预测希拉里当选，虽然特朗普在普选得票中处于劣势，但最终依靠更多的选举人票赢得总统大选。

导致民调与结果不一致的原因有很多。如进行民调的工作人员无法辨别受访的选民是否会真的去投票、受访者样本不能代表全部选民情况、选民群体的倾向可能左右摇摆（所以争取“摇摆州”才那么重要）、受访者可能不展露真实的投票倾向等，这些都可能导致民调与实际选举结果存在偏差。另外，美国的选举人票制度，也可能增加边缘上的不确定性；特定的关键州，可能因为某位候选人取得了微弱优势，而“通吃”其选举人票，从而导致出现候选人A总票数高于候选人B，但A获得的选举人票数低于B的情况。

美国大选历史上曾多次发生“十月惊奇”，即在大选前出现一些影响双方选情的突发事件。今年10月2日，在第一次大选辩论过后，特朗普突然被确诊新冠，博彩数据显示其竞选胜率大跌，也是“十月惊奇”传统的延续。但其实特朗普确诊新冠事件本身，对选情的影响并非一成不变：如果病情加重，对特朗普自然不利；如果迅速出院康复，反而可能让选民认为新冠“并非严重疾病”，并强化自己“身体健康”的印象；如果拜登在辩论过程中被特朗普传染，由于拜登年龄较大，受冲击较大的反而可能是民主党一方。因此，诸如此类的不确定性事件，都应持续关注其后续演进及影响。

图表7：美国总统选举历史上的“十月惊奇”事件

时间	事件
1972年10月26日	基辛格代表尼克松政府对外宣称“越战胜利在握”，结果尼克松以压倒性优势连任
1980年大选前	里根严厉谴责伊朗扣押美国人质的行为，而伊朗方面10月传递出的信息是“卡特在白宫期间不会释放人质”，结果里根以压倒性优势赢得选举
2000年投票日前数日	小布什因酒驾被捕的历史案底被曝光，民主党候选人戈尔在普选中领先，但最终小布什以微弱优势获得选举人票的多数
2004年大选前	半岛电视台突然公布“基地”组织头目拉登对美国民众发表讲话，首次承认是他下令发动“9·11”恐袭事件的录像带，拉登发声帮了打着反恐旗号的小布什
2008年大选前	金融危机影响加剧美国失业潮，民主党候选人奥巴马趁机击败了共和党对手麦凯恩
2012年10月	飓风“桑迪”袭击美国，应对飓风灾害让奥巴马有了表现机会，赢得在白宫的第二个任期
2016年10月28日	FBI宣布重启对“邮件门”的调查，当年10月，阿桑奇控制的维基解密也公开了希拉里竞选阵营负责人波蒂斯塔大量私密邮件，这一连串行动转变了很多中间选民的立场，最终导致希拉里在选举中落败

资料来源：新华网，华泰证券研究所

对拜登有利的是，在2020年美国大选前，由于市场和选民对特朗普的个人特征、从政作风等已有充分的认知，大多数选民的观点可能较为坚定——即支持特朗普的“铁票仓”较为固定；反对特朗普的选民也已坚定站在拜登一边。再出现类似2016年大选中那样，中间选民在最后关头倒向特朗普的可能性并不太大。

### 美国参众两院席位分析

美国国会选举将于11月3日与总统选举同时进行。美国参议院共有100席位（50个州每州2个席位），目前民主党拥有45个席位，共和党拥有53个席位，共和党占席位优势；另外还有2名无党籍参议员。此次选举将改选其中的35个席位，包括共和党占有的席位23个，民主党占有的席位12个。

美国众议院共有席位435个，各州在众议院中拥有的席位数以人口比例为基准，每州至少会有一名议员。目前民主党拥有232个席位，共和党拥有198席位，其他席位有5个，民主党占席位优势；此次选举将改选全部435名众议员。

**图表8：目前美国国会席位分布情况**

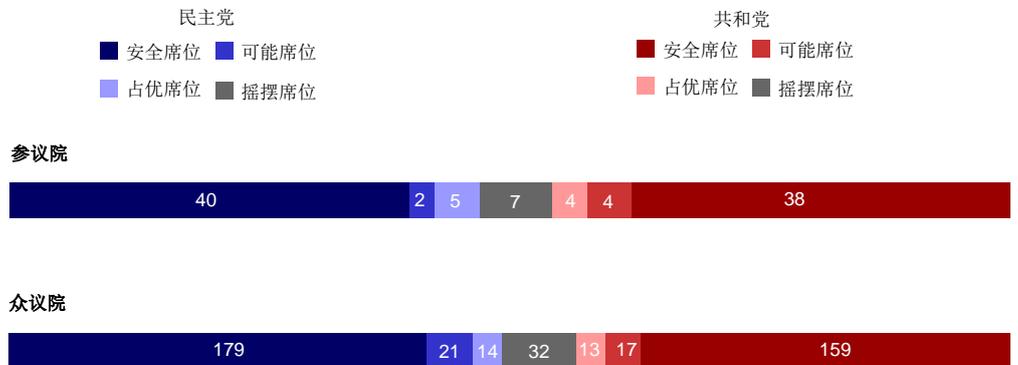
众议院				
	民主党	共和党	其他	合计
席位	232	198	5	435
席位占比	53%	46%		
参议院				
	民主党	共和党	其他	合计
席位	45	53	2	100
席位占比	45%	53%		

资料来源：RCP，华泰证券研究所

RealClearPolitics 综合考虑各州民调统计结果和历史情况，分别统计了共和党和民主党的安全席位、可能席位、占优席位以及摇摆席位数字。安全席位指政党绝对可以获得的席位；可能席位指政党有很大优势可以获得的席位；占优席位指政党在竞选中占据一定优势的席位；摇摆席位指竞选状态胶着，两党都可能赢得的席位。

在参议院中，共和党和民主党的安全席位比是 38：40，可能席位比是 4：2，占优席位比是 4：5，三者合计之比是 46：47。另外，参议院还有 7 个摇摆席位，其中有 3 个倾向于共和党，4 个倾向于民主党，佐治亚、艾奥瓦、缅因、密歇根、蒙大拿、南卡罗莱纳、北卡罗莱纳各有 1 个摇摆席位（参议院席位每次只改选一部分）。加上有倾向性的摇摆席位，在改选过后，参议院的共和党：民主党之比可能为 49：51。

在众议院中，共和党和民主党的安全席位比是 159：179，可能席位比是 17：21，占优席位比是 13：14，三者合计之比是 189：214。另外，众议院还有 32 个摇摆席位，其中 1 有 13 个倾向于共和党，19 个倾向于民主党。加上有倾向性的摇摆席位，在改选过后，众议院的共和党：民主党之比可能为 202：233。

**图表9：参众两院席位预测分布情况（数据截至 2020/10/12）**

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\\_2102](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2102)

