

如果民主党拿下佐治亚州

证券研究报告

2021 年 01 月 06 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师

SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

若民主党拿下佐治亚州，他们将以 50:50 的票数，加上副总统的一票完成对参议院的控制。民主党的优先任务是新的 Covid-19 救济计划，除去已经签署的 9000 亿美元刺激法案外，可能有额外的 6000~9000 亿美元规模的刺激包推出。

但拜登的其他政策面临两个问题：1) 大多数立法要求在参议院获得 60 票的支持；2) 宽松的财政政策需要开源节流。

我们认为，拜登将撤消《减税和就业法》中的部分减税措施，然后使用这笔钱扩大医疗补助，并为新能源消费提供一些激励措施。在民主党领先优势较少的情况下，气候变化和能源政策落实将较为困难。

市场方面，更多的财政刺激和可能的基建计划有利于再通胀交易。美债收益率、大宗商品趋于上行，权益资产短多长空，风格上周期好于成长。

风险提示：美国财政刺激超预期，美国疫情恶化超预期，美国大选超预期

一、 民主党在参议院拿下多数 (majority) 的意义

若民主党完成对参议院和众议院的控制，他们的优先任务是新的 Covid-19 救济计划，可能以众议院通过的《健康和复苏综合紧急解决方案法》(HEROES ACT2) 为蓝本，其中包括 7500 亿美元用于新冠测试和追踪，向符合条件的美国人发放更多支票 (2000 美金/人)，并为资金短缺的州和地方政府提供 1600 亿美元的补助。除去已经签署的 9000 亿美元刺激法案外，可能有额外的 6000~9000 亿美元的刺激包推出。

表 1: 可能的新的财政刺激包

刺激措施	具体细则
对州和地方财政援助	民主党人一直在争取向州和地方政府提供额外的财政援助，包括最近两党一揽子计划中提出的 1600 亿美元的援助。
延长失业救济金救济	放松失业补助金受益资格，延长救济期限至 2021 年底 (目前为 3 月中)。
支票发放	给年薪 75000 美元以下的美国人发放 2000 美元支票
其他	学生贷款减免，新冠测试和追踪

资料来源：美国国会，天风证券研究所

除了 Covid-19 救济计划外，民主党的计划还包括：

- 1) 基础设施计划：通过绿色基础设施，房屋翻新和制造电动汽车等方式创造数百万个工作岗位。拜登希望美国到 2050 年达到零净排放。
- 2) 联邦法官任命
- 3) 加强奥巴马医改
- 4) 移民政策上 DACA 永久化
- 5) 种族歧视问题，包括加强黑人投票权

然而，即使民主党赢得佐治亚州的两个席位，拜登的愿望清单也不会轻易实现。一方面，大多数立法要求在参议院获得 60 票的支持 (阻挠法案 filibuster)，另一方面，宽松的财政政策实施需要开源节流。

如果无法获得共和党的帮助推动立法，民主党当然可以选择废除阻挠法案，但这需要在参议院拥有 51 票，而即便民主党拿下佐治亚州的两票，他们在参议院也仅获得 50 个席位，更不用说在现有的 48 个民主党参议员中，至少有 5 位已经对《华尔街日报》表示，他们对阻挠议事的改革表示反对，其中包括加州参议员戴安·范斯坦 (Dianne Feinstein)、乔恩·泰斯特 (Jon Tester) 和乔·曼钦 (Joe Manchin)。

表 2：拜登其他长期政策落实可能性

	政策实施的可能性
收入增加	高
提高企业所得税率至 28%	高
向年收入大于 40 万的家庭增税	高
增加离岸收益税	中等
金融交易税	极低
医保政策	高
通过法律加大医疗救助或补贴	高
公共选择	低
全民医保	极低
气候变化行动	中等
恢复并增加针对消费者的税收抵免	高
修改能源经济标准，采取新能源计划	高
对新能源研究加大投资	低
立法限制更加严格的排放量上限	极低

资料来源：Morningstar，天风证券研究所

上图显示了民主党如果以 50-50 的票数拿下参议院，各种政策实施的可能概率。由于国会只能在 2021-22 年立法会议推动这些政策，而对抗新冠大流行将耗费大部分时间，留给其他事项的空间将减少。

我们的基本观点是，民主党人将撤消《减税和就业法》中的部分减税措施，然后使用这笔钱扩大医疗补助，并为消费者提供一些激励措施，以通过购买电动汽车，太阳能电池板和其他方式减少温室气体排放。显然，民主党人将需要单方面采取行动来完成大部分优先事项，但以上政策的推行可以通过预算对账流程（budget reconciliation process）完成，不需要得到参议院 60 票的同意。在民主党领先优势较小的情况下，气候变化和能源政策落实将较为困难。

1、税收上调的可能性很大，但并非适用于所有人

拜登提出提高高收入者的边际税率，但同时一再表示，他不会对年收入低于 40 万美元的人增加税收，因此居民收入税收增长可能并不多。金融市场交易税立法通过可能性也较低。

另一个明显提高政府收入的方法是取消 2017 年的企业减税政策：公司税率从 35% 降至 21%。民主党很有可能将税率提高到 28% 左右，美国公司的税后收入平均将减少 6%。如果我们同时看到离岸收益税增加，那么美国企业税后收入可能总共减少 9%。

国会通过增加税收筹集的任何额外收入将被新的税收支出（例如儿童税收抵免的增加）所抵消。

2、医疗保健政策可能变化不大

民主党的首要任务是主保障奥巴马平价医疗法案的正常运行（不被共和党废除），而一些激进民主党人希望的“全民医保”通用单一支付系统，将耗费大量资金-这将明显超过加税等税制改革所能筹集的资金。

我们认为，民主党人更有可能扩大医疗补助的覆盖范围，使更多的人摆脱贫困线，或者增加对单个市场的补贴，以降低低收入家庭的医疗成本，两种方法都将依赖现有的私人保险系统。这可能带来每年 850 亿至 1,050 亿美元的额外支出。

3、气候变化政策、不太可能具有变革性

通过大笔支出法案来解决气候政策在政治上比对排放量或其他严格规定采取硬性上限更为可行。但同时我们也认为，对清洁能源进行大量新投资的可能性非常低。

支持对清洁能源的小额投资是可能的，但一项重大一揽子清洁能源计划不太可能获得来自产煤和传统能源州如蒙大纳州和西弗吉尼亚州的民主党人的支持，因此，如果没有两党共识，民主党领导人将需要更多选票来推动一揽子计划。

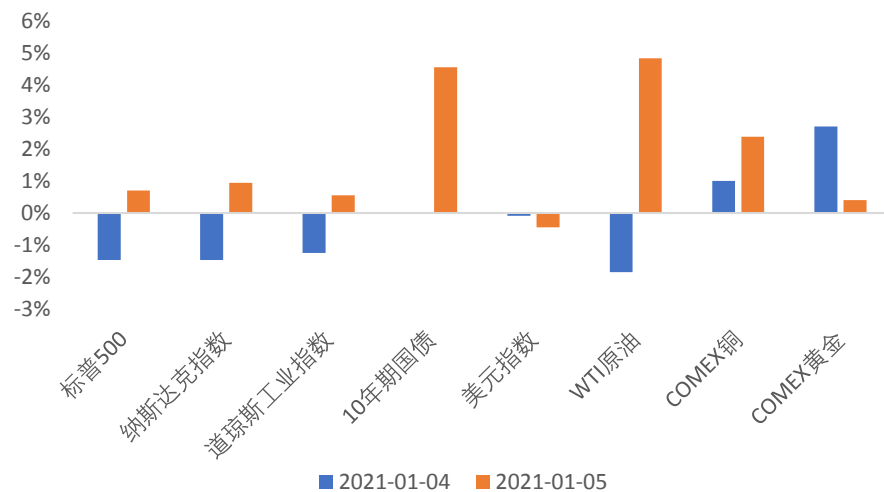
拜登政府确实可以在没有参议院支持的情况下通过行政命令的形式制定重大政策。拜登政府可能会寻求提高乘用车的燃油经济性标准，以及增加可再生能源在美国发电量中的份额等措施。若拜登限制美国石油和天然气生产商在联邦土地上进行钻探（因为美国石油和天然气生产商对联邦土地的暴露程度很高），这可能会实质性影响石油或天然气价格。

二、对大类资产的影响

我们预期获得国会控制权后民主党的政策组合为：扩大 Covid-19 救济计划规模，撤消《减税和就业法》中的部分减税措施，（然后使用这笔钱）扩大医疗补助，并为消费者提供一些激励措施，以通过购买电动汽车，太阳能电池板和其他方式减少温室气体排放。

显然，市场在 price in 民主党拿下参议院的可能性，1月4日、5日的市场表现基本代表市场对这一政治结果的资产价格方向预期。

图 1：1月4日-5日各资产表现



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

股票

短期看，新一轮财政刺激将直接利好权益市场。中长期看，撤消《减税和就业法》中的部分减税措施将不利于股票，特别是在 18 年减税法案中税率降低幅度大的行业。若企业税率提高到 28% 左右，美国公司的税后收入平均将减少 6%。较高的美债收益率可能不利于长久期成长型股票估值，周期类、清洁能源板块仍将边际受益，尽管大规模基建计划推出的可能性较低。

通胀

加大 Covid-19 救济计划规模，特别是增加居民现金发放的政策可能推动通胀预期继续上升；若拜登限制美国石油和天然气生产商在联邦土地上进行钻探，这可能会推升原油价格，尽管 1 月 4 日原油市场更多受 OPEC 增产协议的不确定性影响。但由于大规模基建计划的可能性仍不高，通胀预期最终上行幅度可能不大。

美债十年期

通胀预期上行和发债冲动将推动十年期收益率边际上行。

黄金

黄金受实际利率下行和美元指数走弱影响走强。通胀预期上升幅度高于 10 年期美债率，1 月 5 日实际利率 tips 一度降至 -1.124% 的创纪录低点，疫情未见好转是另一个压低实际利率的因素。

美元指数

财政赤字扩大和再通胀交易令美元走弱。

原油

如前所述，对传统能源商的潜在行政命令可能限制美国原油生厂商的增产能力，从而打破原油市场平衡，进一步推升油价。

铜

以铜为代表的受益于再生能源的金属将得到需求端的进一步支撑。

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_374

