

宏观专题

美国大选对中美贸易摩擦和美股的影响——美国大选系列专题之三

在前期报告《特朗普连任胜算有多大？——美国大选系列专题之二》中，我们论证了摇摆州是特朗普能否连任的关键。本篇报告作为我们“2020年美国大选系列专题”的第三篇，旨在分析关税对摇摆州经济和就业的影响，以及摇摆州选民对关税的态度，进而对大选年中美贸易走向做出判断；此外，我们回溯了历史上大选年的美股表现，并区分了连任选举与非连任选举、连任成功与连任失败四种情形，以对当前形成借鉴。

1、2020年特朗普对华贸易政策取决于摇摆州诉求。当前民调显示特朗普在大部分摇摆州的支持率落后于拜登和桑德斯，对特朗普而言，如何采取措施拉拢摇摆州的选民是核心竞选策略，因此其贸易政策取向也将视摇摆州诉求而定。在分析摇摆州的诉求时，除 270towin 给出的 6 个州之外，我们还将 2016 年大选中反水支持特朗普的“铁锈地带”也纳入考量范围，从而共包括 9 个州：佛罗里达、宾州、北卡、亚利桑那、威斯康星、内布拉斯加、爱荷华、俄亥俄、密歇根。

2、摇摆州经济和就业受关税冲击严重，选民普遍反对对华关税升级。摇摆州的经济结构中制造业占比普遍较高，且大多以传统工业为主，同时这些州与中国的贸易权重都非常大，因此受对华关税的冲击会更加明显。自 2018 年 9 月美国对华 2000 亿美元商品开征关税以来，摇摆州经济和就业状况已明显恶化，民调数据也显示摇摆州选民普遍反对关税，具体表现如下：

- **摇摆州经济表现：**GDP 增速方面，2018Q3 之后四个季度与之前四个季度相比，9 大摇摆州中有 6 个州的 GDP 增速降幅大于全美整体水平。失业率方面，2018 年 9 月至今，美国整体失业率下降 0.3 个百分点，但 9 大摇摆州中有 2 个州的失业率没有下降，有 4 个州的失业率出现明显回升。薪资状况方面，2018Q3 至今，全美平均周薪持续稳步增长，但 9 大摇摆州的薪资收入均出现了明显下滑。
- **摇摆州选民对关税态度：**Morningconsult 和 Politico 曾联合在 2019 年 1 月进行过一份关于贸易问题的详细民调，我们选取了其中 6 个最有代表性的问题，通过这些问题可以看出：美国选民普遍认为自由贸易对美国更有利，但现有的贸易协议对美国不利，同时也认为提高关税的负面作用更大。换言之，美国选民真正希望的是获得一份更好的贸易协议，而不是单纯地提高关税。
- **特朗普工作认可度变化：**2000 亿关税开征和升级之后，9 大摇摆州的特朗普工作认可度有明显下降；中美达成第一阶段贸易协议后，9 大摇摆州的特朗普工作认可度大幅回升，特别是特朗普贸易政策的认可度升至 50%，为其上任以来最高。这种变化也反映出美国选民反对关税升级，乐见中美达成贸易协议。

综上分析，大选日（11月3日）之前，中美冲突在关税层面大概率不会升级、甚至可能进一步缓和；不过，鉴于遏制中国已成美国两党共识，美国仍很大可能在科技、金融等关税之外的领域持续给中国施压。

3、历史上大选年的美股表现规律梳理。1912 年至今，美国共经历了 27 次总统大选，其中包括 18 次连任选举、9 次非连任选举；18 次连任选举中，有 13 次连任成功，5 次连任失败。我们分别回顾了这些年份的美股表现，其规律总结如下：

- 所有大选年的道指平均回报率为 5.0%，大选前一年的均值为 15.0%，后一年的均值为 5.9%，历史长期均值为 7.6%。
- 连任选举年，道指平均回报率 7.2%，前一年 15%，后一年 5.6%。
- 连任成功年，道指平均回报率 8.3%，前一年 19.9%，后一年 4.4%。
- 连任失败年，道指平均回报率 4.3%，前一年 2.1%，后一年 8.7%。
- 大选年当年，美股表现在 6-8 月、11-12 月较好，1-5 月、9-10 月较差。

风险提示：美国大选爆发黑天鹅事件；美国两党政治斗争加剧。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《特朗普连任胜算有多大？——美国大选系列专题之二》2020-2-15
- 2、《一文读懂 2020 年美国大选——美国大选系列专题之一》2020-2-12
- 3、《美国 1 月非农就业超预期的表与里》2020-2-8
- 4、《2020 年美国就业状况的 6 个核心问题》2019-12-31
- 5、《2020 年美国经济展望：日薄西山》2019-12-21



内容目录

一、美国大选对中美贸易的影响.....	3
1. 摇摆州经济和贸易结构	3
2. 关税对摇摆州经济和就业的影响	4
3. 摇摆州选民对关税的态度	5
二、以史为鉴：美国大选对美股的影响	7
1. 历史上大选年的美股表现	7
2. 连任选举 VS 非连任选举	8
3. 连任成功 VS 连任失败.....	9
风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 多数摇摆州制造业产值占 GDP 比重高于全美整体水平.....	3
图表 2: 多数摇摆州制造业就业占比高于全美整体水平.....	3
图表 3: 9 大摇摆州的制造业产值前 5 大行业及占比.....	3
图表 4: 多数摇摆州对华出口规模较大	4
图表 5: 多数摇摆州对华进口规模较大	4
图表 6: 9 大摇摆州出口和进口前五国家及占比（2017 年数据）	4
图表 7: 多数摇摆州 GDP 增速下滑幅度比美国整体更大.....	5
图表 8: 多数摇摆州就业状况已出现恶化	5
图表 9: 9 大摇摆州薪资状况均出现下滑.....	5
图表 10: 更多选民认为自由贸易对美国有利.....	6
图表 11: 更多选民对美国现有的贸易协议不满.....	6
图表 12: 更多选民支持对与美国构成竞争的外国商品加关税.....	6
图表 13: 更多选民认为对中国加征关税对美国经济不利.....	6
图表 14: 更多选民认为对中国加征关税对美国消费者不利.....	6
图表 15: 更多选民认为对中国加征关税对美国底层人民不利.....	6
图表 16: 9 大摇摆州特朗普工作净认可度均值走势.....	7
图表 17: 选民对特朗普贸易政策认可度变化.....	7
图表 18: 大选年美股表现往往较差	7
图表 19: 大选年美股表现与大选进程息息相关.....	7
图表 20: 连任选举年的美股表现显著好于非连任选举年	8
图表 21: 连任选举年与非连任选举年道琼斯指数月度表现对比	8
图表 22: 连任成功年份的美股表现显著好于连任失败年份.....	9
图表 23: 连任成功与连任失败年份道琼斯指数月度表现对比.....	9

本篇报告是我们“2020 年美国大选系列专题”的第三篇，在本篇报告中，我们分析了关税对摇摆州经济和就业的影响，以及摇摆州选民对关税的态度，进而对大选年中美贸易走向做出判断；此外，我们回溯了历史上大选年的美股表现，并区分了连任选举与非连任选举、连任成功与连任失败四种情形，以对当前形成借鉴。

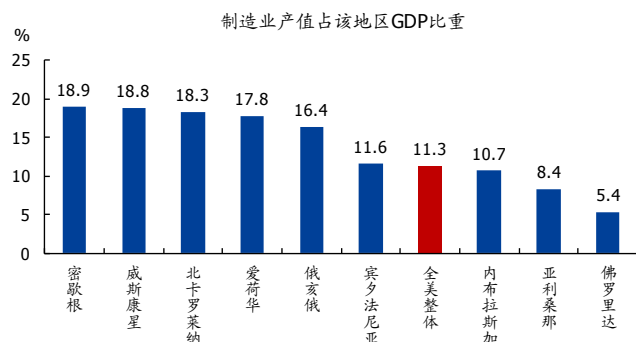
一、美国大选对中美贸易的影响

1. 摇摆州经济和贸易结构

在前期报告《特朗普连任胜算有多大？——美国大选系列专题之二》中，我们指出摇摆州是特朗普胜选的关键，而权威预测机构 270twin 给出的 2020 年摇摆州主要有 6 个。此外，由于 2016 年特朗普胜选很大程度上得益于部分“铁锈地带”州的反水，为了分析的完整性，我们将这些州也纳入考量范围，从而确定了 9 大摇摆州：佛罗里达、宾夕法尼亚、北卡罗莱纳、亚利桑那、威斯康星、内布拉斯加、爱荷华、俄亥俄、密歇根。由于当前民调显示特朗普在大部分摇摆州的支持率均落后于拜登和桑德斯，对于特朗普而言，如何采取措施拉拢摇摆州的选民是核心竞选策略，因此其贸易政策取向也将视摇摆州诉求而定。

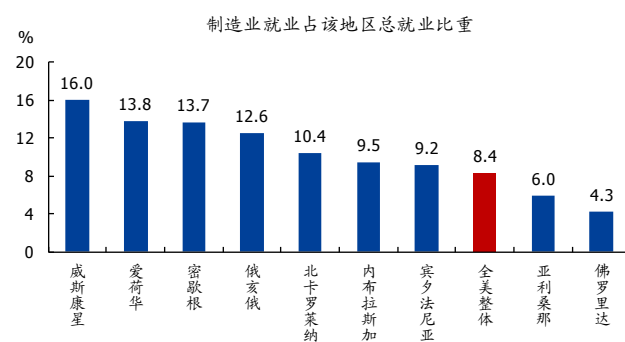
经济结构方面，摇摆州大多以制造业为主，尤其是传统工业。9 大摇摆州中，除内布拉斯加、亚利桑那、佛罗里达外，其余 6 州制造业产值占 GDP 比重均高于全美整体水平；不仅如此，除亚利桑那和佛罗里达外，其余 7 州的制造业就业占比也高于全美整体水平。此外，这 9 大摇摆州的制造业大多以传统行业为主，例如化工、汽车、金属、机械等。鉴于这种经济结构，这些摇摆州的经济和就业受关税冲击将更加严重。

图表 1：多数摇摆州制造业产值占 GDP 比重高于全美整体水平



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

图表 2：多数摇摆州制造业就业占比高于全美整体水平



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

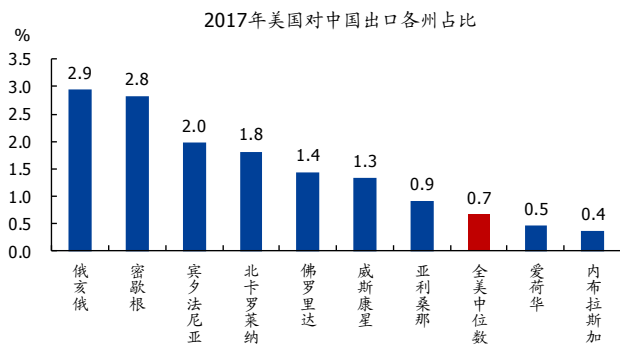
图表 3：9 大摇摆州的制造业产值前 5 大行业及占比

佛罗里达	宾夕法尼亚	北卡罗莱纳	威斯康星	亚利桑那	俄亥俄	密歇根	爱荷华	内布拉斯加
电子 16%	化工 21%	化工 29%	食品 17%	电子 32%	化工 17%	汽车 42%	食品 24%	食品 34%
食品 15%	食品 13%	食品 21%	机械 13%	汽车 22%	汽车 13%	机械 8%	机械 22%	化工 18%
化工 14%	金属 9%	电子 11%	金属 11%	食品 8%	食品 12%	金属 8%	化工 17%	杂项 9%
汽车 8%	能源 7%	汽车 5%	造纸 8%	金属 7%	金属 10%	化工 8%	电子 6%	机械 8%
杂项 7%	电子 6%	机械 5%	化工 8%	化工 4%	机械 8%	食品 7%	金属 5%	金属 6%

资料来源：CEIC，国盛证券研究所

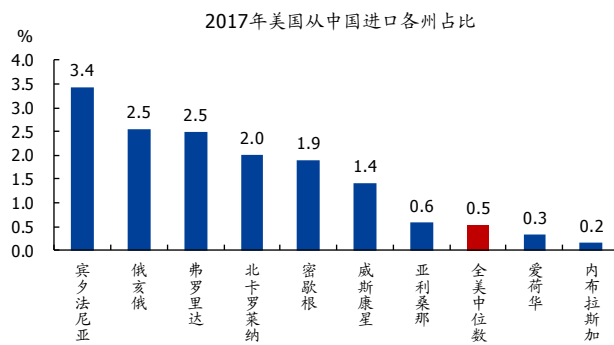
贸易结构方面，摇摆州与中国之间的贸易权重普遍较高。从美国对中国总出口和总进口中来自各州的占比来看，除爱荷华和内布拉斯加以外，其余 7 州均高于全美中位数水平；从各州出口的国别占比排序来看，除佛罗里达外，中国在其余 8 州均位居前四；从各州进口的国别占比排序来看，中国在 6 州排名第一、2 州排名第二、1 州排名第三。这表明，9 大摇摆州均与中国有密切的贸易往来，且对华进口的依赖度普遍较高，相应地受对华关税升级的影响也较大。

图表 4：多数摇摆州对华出口规模较大



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

图表 5：多数摇摆州对华进口规模较大



资料来源：CEIC，国盛证券研究所

图表 6：9 大摇摆州出口和进口前五国家及占比（2017 年数据）

	佛罗里达	宾夕法尼亚	北卡罗莱纳	威斯康星	亚利桑那	俄亥俄	密歇根	爱荷华	内布拉斯加
出口	巴西 7%	加拿大 27%	加拿大 20%	加拿大 31%	墨西哥 36%	加拿大 18%	加拿大 42%	加拿大 30%	加拿大 22%
	加拿大 7%	墨西哥 11%	墨西哥 11%	墨西哥 14%	加拿大 10%	墨西哥 16%	墨西哥 21%	墨西哥 17%	墨西哥 21%
	墨西哥 6%	中国 7%	中国 7%	中国 8%	中国 6%	中国 8%	中国 6%	日本 8%	日本 11%
	德国 4%	英国 5%	沙特 5%	沙特 4%	英国 5%	日本 4%	巴西 4%	中国 4%	中国 7%
	哥伦比亚 4%	日本 4%	日本 5%	日本 4%	德国 3%	英国 4%	德国 3%	德国 4%	韩国 6%
进口	中国 17%	中国 21%	中国 21%	中国 26%	墨西哥 38%	中国 19%	墨西哥 38%	加拿大 28%	中国 23%
	墨西哥 9%	加拿大 14%	墨西哥 10%	加拿大 15%	中国 14%	加拿大 18%	加拿大 34%	中国 18%	加拿大 22%
	加拿大 6%	墨西哥 6%	德国 9%	爱尔兰 12%	加拿大 7%	墨西哥 12%	中国 7%	墨西哥 13%	德国 7%
	德国 5%	德国 6%	加拿大 7%	墨西哥 10%	日本 5%	德国 7%	韩国 4%	德国 7%	瑞士 7%
	法国 5%	尼日利亚 6%	日本 6%	德国 6%	德国 4%	日本 7%	德国 4%	日本 6%	日本 7%

资料来源：CEIC，国盛证券研究所

2. 关税对摇摆州经济和就业的影响

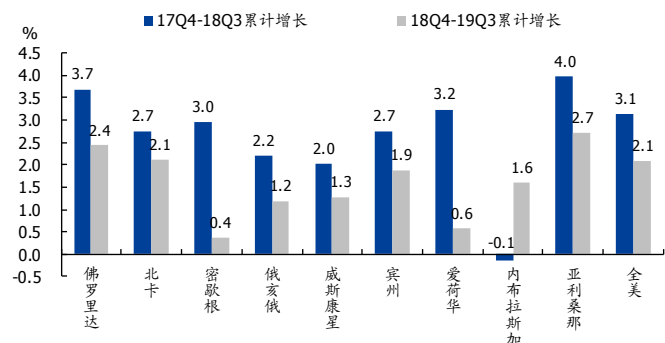
美国对华关税升级始于 2018 年 7 月，首批加税清单为 500 亿美元商品，自 2018 年 9 月底开始对 2000 亿美元商品加征关税。由于最初的 500 亿加税商品主要集中于高端制造业，美国对华依赖度较低，且征税金额相对较小，因此关税对美国经济的冲击主要在 2018 年 9 月 2000 亿开征关税之后才有明显体现。

通过对比摇摆州及美国的主要经济数据在 2018 年 9 月前后的表现，可以发现关税已经对摇摆州的经济增长和就业状况造成了显著的负面冲击，具体如下：

- **GDP 增速：**美国在 2017Q4-2018Q3 实际 GDP 累计增长 3.1%，在 2018Q4-2019Q3 下降至 2.1%，降幅为 33.8%；9 大摇摆州中，除北卡、宾州、亚利桑那以外，其余 6 州同期 GDP 增速降幅均大于全美整体水平。

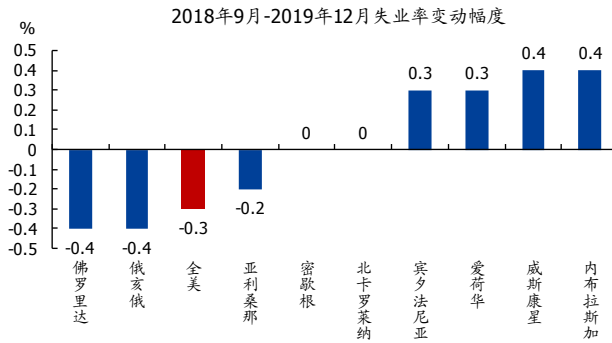
- **失业率**: 2018年9月-2019年12月, 美国失业率下降0.3%; 9大摇摆州中, 仅佛罗里达、俄亥俄、亚利桑那的失业率有所下降, 密歇根和北卡的失业率没有变化, 宾州、爱荷华、威斯康星、内布拉斯加的失业率均出现明显回升。
- **薪资收入**: 2018Q3-2019Q2期间, 美国平均周薪持续稳步增长; 9大摇摆州的平均周薪在2019Q2均出现了明显下滑, 其中爱荷华和内布拉斯加已连续2个季度下滑。

图表 7: 多数摇摆州 GDP 增速下滑幅度比美国整体更大



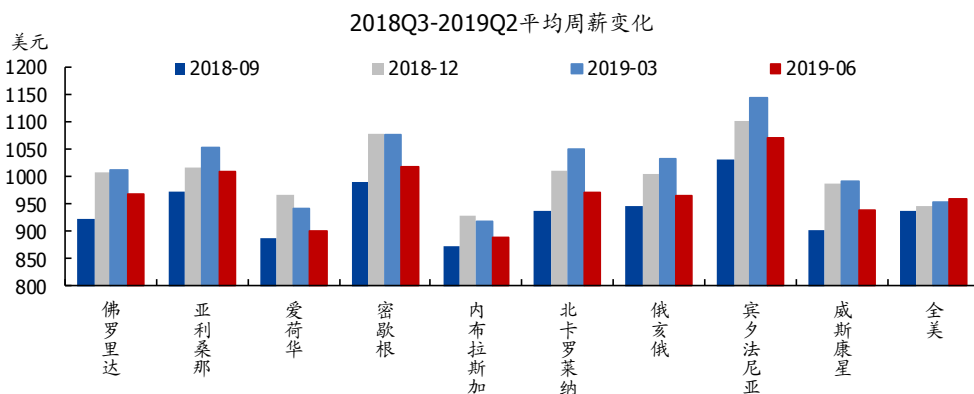
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 多数摇摆州就业状况已出现恶化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 9大摇摆州薪资状况均出现下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

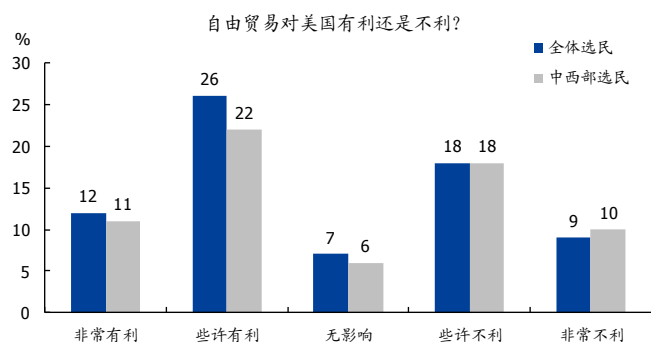
3. 摇摆州选民对关税的态度

Morningconsult 和 Politico 曾联合在 2019 年 1 月进行过一份关于贸易问题的详细民调, 我们选取了其中 6 个最有代表性的问题, 详见图表 10-15。由于 9 大摇摆州中有 5 个位于中西部地区, 因此中西部选民的态度可以很大程度上代表摇摆州的态度。对于这 6 个问题的民调结果总结如下:

- 更多选民认为自由贸易对美国有利, 中西部选民这一倾向较弱;
- 更多选民对美国现有的贸易协议不满, 中西部选民这一倾向更强;
- 更多选民支持与对美国构成竞争的外国商品加关税, 中西部选民这一倾向更强;
- 更多选民认为对中国加征关税对美国经济不利, 中西部选民这一倾向更强;
- 更多选民认为对中国加征关税对美国消费者不利, 中西部选民这一倾向更强;
- 更多选民认为对中国加征关税对美国底层人民不利, 中西部选民这一倾向更强。

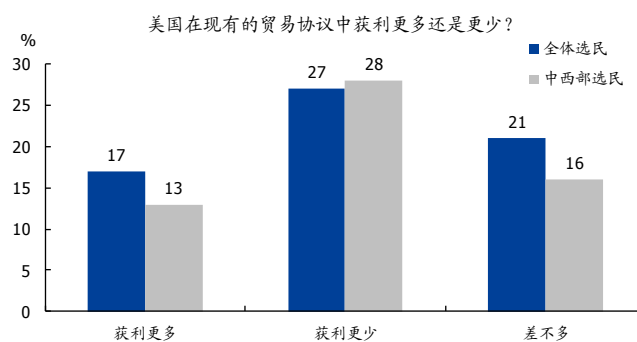
综合这些民调结果，可以得出以下结论：美国选民普遍认为自由贸易对美国更有利，但现有的贸易协议对美国不利，同时也认为提高关税的负面作用更大，因此他们真正希望的是获得一份更好的贸易协议，而不是单纯地提高关税。

图表 10: 更多选民认为自由贸易对美国有利



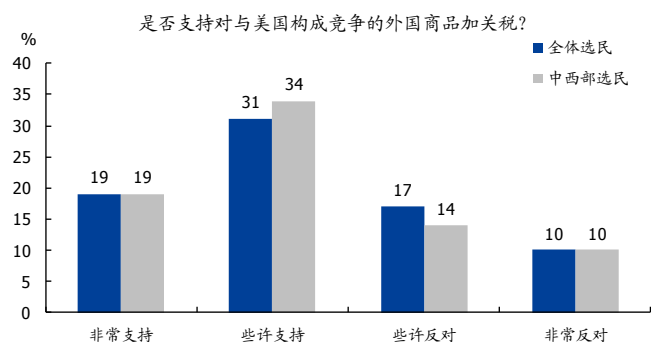
资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 11: 更多选民对美国现有的贸易协议不满



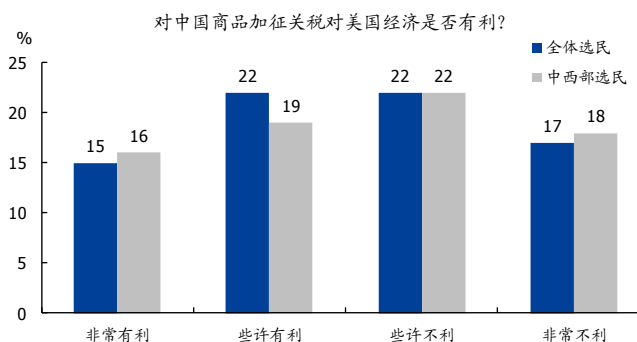
资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 12: 更多选民支持对与美国构成竞争的外国商品加关税



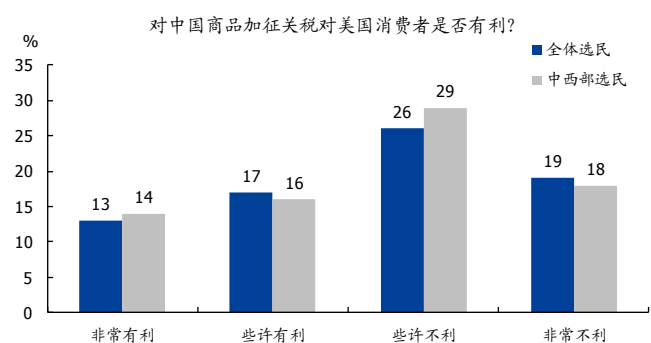
资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 13: 更多选民认为对中国加征关税对美国经济不利



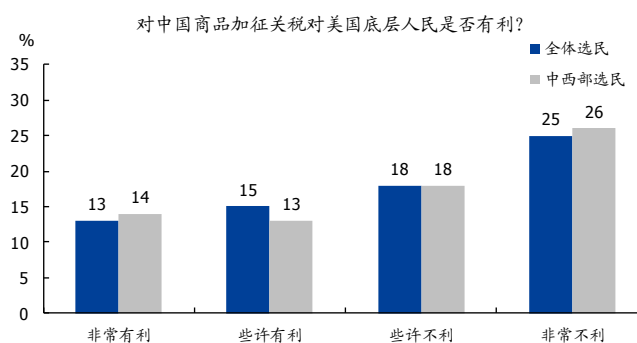
资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 14: 更多选民认为对中国加征关税对美国消费者不利



资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 15: 更多选民认为对中国加征关税对美国底层人民不利

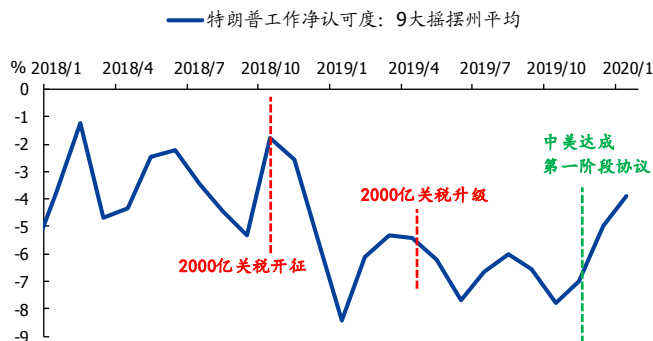


资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

从特朗普工作认可度 (Job approval) 来看，2000 亿关税开征和升级之后，9 大摇摆州的特朗普工作认可度有明显下降；而中美达成第一阶段贸易协议后，9 大摇摆州的特朗普工作认可度大幅回升。此外，Gallup 定期进行的特朗普贸易政策民调显示，历次美国对华关税升级后，选民对特朗普贸易政策的认可度均有明显下降；而中美达成第一阶段贸易协议后，特朗普贸易政策的认可度升至 50%，为其上任以来最高。这种变化也表明，美国选民普遍反对关税升级，乐见中美达成贸易协议。

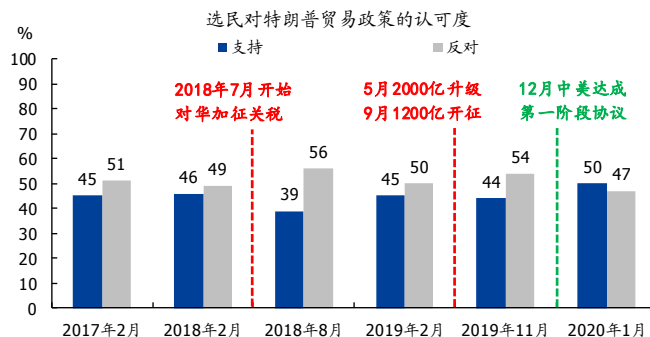
综合分析，鉴于关税已对摇摆州经济和就业产生巨大冲击，摇摆州选民也普遍反对关税升级，同时考虑到特朗普在摇摆州的支持率普遍不理想，我们判断大选（11月3日）之前中美贸易摩擦大概率不会再度升级，甚至有可能进一步缓和。但需要注意的是，由于遏制中国已是美国两党共识，维持我们一直以来的判断，中美冲突难以本质性好转，美国仍很大可能在科技、金融等关税之外的领域持续给中国施压。

图表 16: 9 大摇摆州特朗普工作净认可度均值走势



资料来源: Morningconsult, 国盛证券研究所

图表 17: 选民对特朗普贸易政策认可度变化



资料来源: Gallup, 国盛证券研究所

二、以史为鉴：美国大选对美股的影响

1. 历史上大选年的美股表现

从年度表现来看，1912 年至今，美国共经历了 27 次总统大选，这 27 个大选年的道琼斯工业指数平均涨幅为 5.0%；相比之下，历次大选前一年的平均涨幅为 15%，后一年的平均涨幅为 5.9%，同期历史平均年回报率为 7.6%。这意味着，大选年美股表现往往较差，且相较于大选前一年会差很多。

从月度表现来看，历史上大选年的上半年美股表现整体较差；年中 6-8 月表现较好；下半年 9 月和 10 月表现较差，11 月和 12 月表现较好。美股的这种表现规律，与大选的进程相对应，具体来看：

- 2-6 月为预选阶段，这一时期的选情尚不明朗，风险偏好整体承压；
- 6 月初预选结束，两党最终竞选人提名结果基本确定，不确定性有所下降；
- 9 月和 10 月是大选前的冲刺阶段，包含 3 场总统辩论，不确定性有所升温；
- 11 月初大选投票结束，不确定性基本出清，风险偏好开始回暖。

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_6988

