

2020 年美国大选系列专题（一） ——选情、政策与资本市场影响前瞻

■ **弹劾调查与特朗普的竞选连任之路：**由于正式弹劾成功需要在共和党占优势的参议院取得三分之二的得票，美国历史上也从未出现过被弹劾下台的总统，预计弹劾特朗普议案最终获得通过几率仍然很低。

■ **民主党的候选人及竞争力分析：**目前共和党除特朗普之外，还有沃尔什（Joe Walsh）和韦尔德（William Weld）两人参选。根据盖洛浦最新民调，特朗普在共和党内部的支持率接近 90%，不出意外的话，特朗普连任受到的党内挑战非常小。目前来看民主党候选人还没有做好击败特朗普的充分准备，而且民主党内部竞争异常激烈，内耗严重。而亿万富翁、原纽约市市长布隆伯格（Michael Bloomberg）亦准备加入民主党总统候选人的角逐，其呼声很高，有可能打破当前由拜登、沃伦和桑德斯组成的三足鼎立格局，甚至有望挑战特朗普的统治。

■ **影响大选的主要因素与大选后的政策前瞻：**分析经济指标结果显示，当美国出现高失业率、低经济增速、高通胀并行的时期，在任总统连任的几率显著降低。而特朗普就任以来，通过税改和大规模财政支出等方式延续着历史上最长的经济扩张，目前失业率处于历史新低，经济仍在温和增长，亦不存在通胀高企的压力。从经济角度来看特朗普继续连任的几率是比较高的。如果特朗普成功连任，大概率将继续打击非法移民、寻求减税、处理医保问题、延续保护主义外交政策、对传统盟友施压、退出《巴黎气候协议》等国际协议和组织、加强对传统能源行业的支持等。

■ **美国大选及结果对资本市场的影响分析：**大选年的标普 500 和房价指数年度表现和非大选年份表现差异不大，而美元的表现呈现大选年好于非大选年的特征，黄金和美债则呈现大选年弱于非大选年的特征。细分月度来看，在选举前（9-10月）标普 500 的表现可能弱于选举后（11-12月），而美元表现则刚好相反。无论特朗普是否得以连任，投资者均可关注大选落地后权益市场的反弹机会，但是连任年相对反弹幅度会更大。而本次若出现党派更换（民主党上台）或是特朗普连任概率下降的信号，投资者则需减少大选前 2 个月的股市配置，此时由于政策不确定性因素较高，股市多呈现负收益。与之对应的是，选举前美元存在避险推动下的做多机会，反弹幅度又以非连任年以及民主党获胜情景下更高。对于利率和黄金而言，政治因子对其的季节性影响解释力度较差，在此不做配置建议。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com



目录

一、弹劾调查与特朗普的竞选连任之路	1
二、民主党的候选人及竞争力分析	4
三、影响大选的主要因素与大选后的政策前瞻	6
四、美国大选及结果对资本市场的影响分析	7
(一) 2020 年美国大选选情结果预设	7
(二) 美国大选对资本市场的影响分析	8



图目录

图 1: 特朗普 2016 年竞选主张及政策执行进度.....	1
图 2: 特朗普自上任以来的满意度大致在 40%左右.....	2
图 3: 特朗普就任至今的民调满意度普遍低于前几任美国总统.....	3
图 4: 特朗普就任以来在各州的净支持率的变化.....	3
图 5: 关于美国民众是否支持对特朗普发起弹劾的调查.....	4
图 6: 对民主党候选人的支持率.....	5
图 7: 暂时领先的民主党候选人背景及政策主张.....	6
图 8: 民主党领先参选人对是否赞成对中国额外关税的态度.....	7
图 9: 1950 年至今美国大选情况总览.....	8
图 10: 大选年 vs. 非大选年大类资产平均收益变动.....	9
图 11: 大选年 vs. 非大选年大类资产的季节性表现差异.....	10
图 12: 连任年 vs. 非连任年大类资产的季节性表现差异.....	11
图 13: 连任年 vs. 非连任年大类资产的季节性表现差异.....	12
图 14: 共和党与民主党获胜年大类资产的表现差异.....	12
图 15: 不同政党下大类资产的季节性表现差异.....	13



距离 2020 年美国大选日已不足一年，包括特朗普在内的 21 位候选人在选（民主党 18 人，共和党 3 人，已有 10 人退选）。目前，民主党内部的选情远未明朗，近期民主党对特朗普发起的弹劾调查又增加了选举前景的复杂性。然而，“不确定”中仍有“确定”，对明年美国大选及其资本市场影响进行前瞻和部署已经十分必要。我们将从当前候选人的政策主张和选情出发，通过分析大选的三大影响因素（即经济指标、偶发事件和连任优势）预测特朗普的连任几率，并对大选年的资本市场表现（包括股市、债市、汇市、黄金等）做出前瞻分析。

一、弹劾调查与特朗普的竞选连任之路

2016 年 11 月，美国共和党候选人、房地产开发商特朗普击败希拉里入主白宫，震惊全球。三年来，特朗普及其保护主义色彩浓厚的“美国优先”路线一直是全球关注的焦点，“推特治国”不断掀起全球金融市场波澜。截至目前，特朗普已兑现了多项竞选承诺，包括通过了三十年来最大规模的税改法案、重新谈判达成《美墨加协定》取代《北美自由贸易协定》、对中国和欧盟等重要贸易伙伴加征关税、打击非法移民等。特朗普始终把美国经济的成功视为最关键目标，甚至将外交和贸易等政策也置于该目标之下。整体上评估，特朗普上任后对其竞选承诺的履行程度还是比较高的，付诸行动而非夸夸其谈也是其支持者持续拥护特朗普的原因之一。

图 1：特朗普 2016 年竞选主张及政策执行进度

政策领域	2016 年竞选承诺	执行情况	执行进度
移民政策	建立美墨边境墙	由于未获得足够资金支持，边境墙未全部完工，但已耗资上百亿美元	30
	打击非法移民，将数以百万的非法移民驱逐出境	2019 年 7 月开始执行驱逐非法移民行动，但远未及数以百万人。10 月宣布移民新政，对美国绿卡和签证申请进行更严格的审查	70
就业政策	把流向海外的制造业就业机会重新带回美国	本土制造业陷入衰退，该部门就业不增反降	0
	重振美国煤炭行业，大力发展石油和天然气等传统能源	对煤炭等行业给予大力支持，但无法扭转这些传统行业衰败的趋势	50
个人税收政策	削减中产阶层的税负	大部分税率有所下降，其中最高税率从目前的 39.6% 降至 37%	90
企业税收政策	将企业所得税率由 35% 降至 15%	2018 年起美国联邦企业所得税率将从 35% 降至 21%	90
贸易政策	就《北美自由贸易协定》重新谈判	《美国-墨西哥-加拿大协议》取代《北美自由贸易协定》	100
	退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）	2017 年初退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）	100
	对所谓进行“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税	对中国、墨西哥、欧洲、日本等贸易伙伴加征关税	100
	退出 WTO	特朗普屡次攻击 WTO，但尚未退出	0
基建政策	主张增加基建投入以重振制造业，基础设施应采用美国制造的商品，资金投入额将高达 5000 亿美元以上	精简法规，缩短项目审批时间，提出 10 年 2000 亿美元基建投入。但限于经费、立法以及地方利益集团的局限，基建计划进展缓慢	40
医保政策	反对“平价医疗法案”	2017 年 5 月通过替代《平价医疗法案》新法案，但未能获参议院通过，2018 年 12 月《平价医疗法案》遭裁决违宪	60
外交政策	打破美国传统外交政策	从叙利亚撤军，美欧联盟动摇	90
	退出《巴黎气候协定》	2019 年 11 月美国已经通知联合国退出，意味着将在 2020 年的 11 月准时退出《巴黎气候协定》	100
经济目标	美国经济在未来 10 年的年均增速至少可维持在 3.5%，或达 4%，未来 10 年可以为美国创造 2500 个新工作岗位	2018 年美国经济增长未达特朗普 3% 的增长目标	50

资料来源：美国政府、路透、招银国际证券、招商银行研究院

特朗普本届任期将于 2020 年止，而他已于今年 6 月正式宣布竞选连任，并将竞选口号更改为“保持美国伟大（Keep America Great）”。根据美

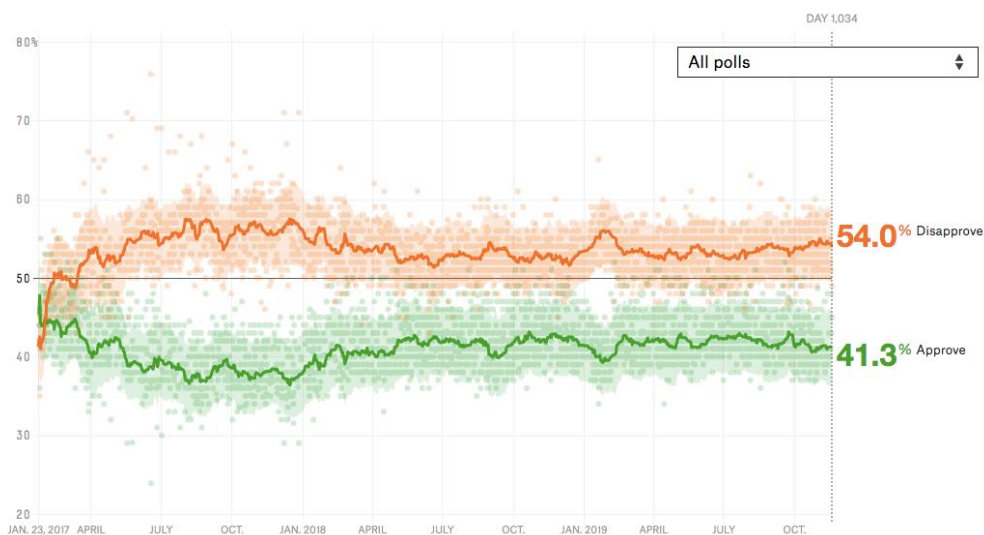


国选举制度，选举日固定在偶数年 11 月第一个星期一的次日，即明年的大选日是 11 月 3 日。2020 年上半年两党将进行党内初选和预选，明年 7、8 月进行两党的全国大会，9、10 月进行总统竞选辩论，至 11 月 3 日正式投票选举总统。当日，还将同时进行参议院和众议院议员选举，在选票上，参、众议员候选人姓名列在总统候选人下方。参议院的 100 个席位中，每两年有三分之一需改选（参议员以六年为一个任期），众议员任期两年，期满后改选，意味着明年众议院全部 435 个席位及参议院 33 个议席也会进行改选以产生第 117 届国会。

美国选民通过选出本州的总统候选人、而间接决定总统人选。50 个州加上哥伦比亚特区共计 538 位选举人构成选举人团(electoral college)，特朗普必须获得其中至少 270 张才可胜出连任。由于各州的获胜者不论胜出多少票、均可赢得全部选举人票，因此会出现获得民众投票最多的候选人无法赢得大选的情况（历史上发生过五次，其中就包括 2000 年的戈尔和 2016 年的希拉里）。也就是说，特朗普在 2016 年并没有获得选民多数票，而是靠选举人制度获胜（以 304 票对 227 票获胜），因此明年特朗普连任竞选压力不小。

由于选举人团“胜者独占”的模式，在预计难以胜出的某些州，特朗普大概率不再会投入过多竞选精力与成本，例如加州。民调显示，特朗普自上任后的满意度大致维持在 40%左右的水平，与前几任美国总统相比则处于较低的位置。从各州对特朗普的净支持率来看，近三年出现了普遍的下降，意味着特朗普想要连任仍需要相当大的努力。当然，目前的民意支持率并非大选结果的有效预测指标，一年后的的大选仍充满未知。

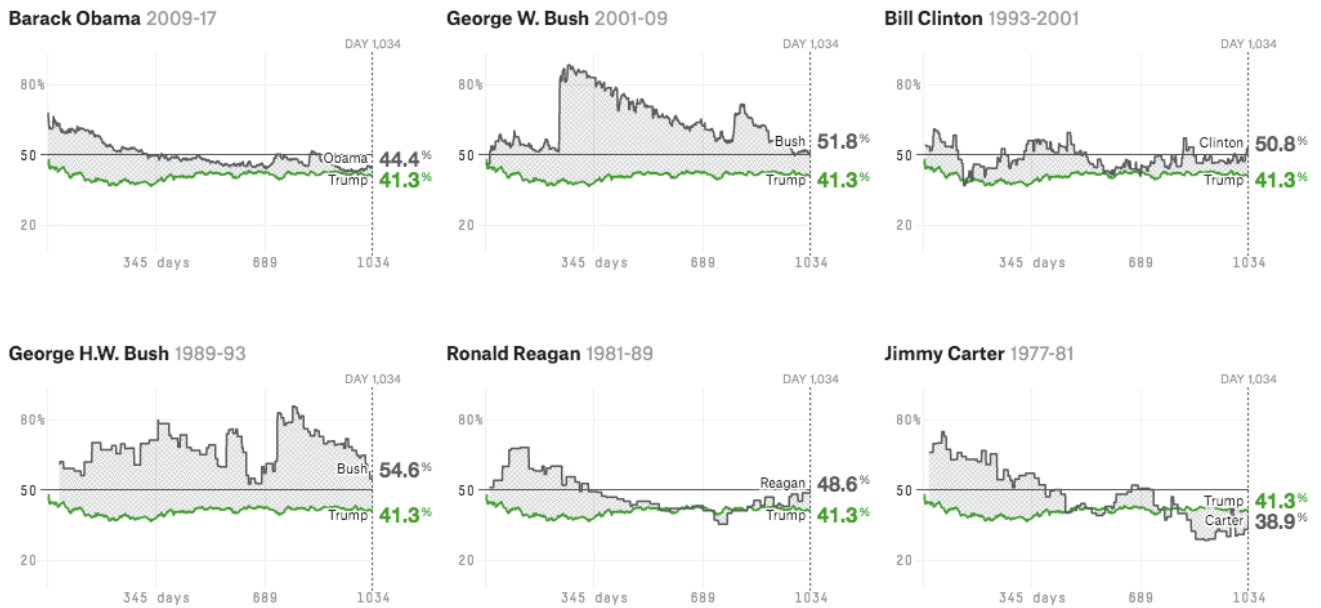
图 2：特朗普自上任以来的满意度大致在 40%左右



注：图中绿色线为满意度，橙色线为不满意度，截至 2019 年 11 月 20 日

资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院

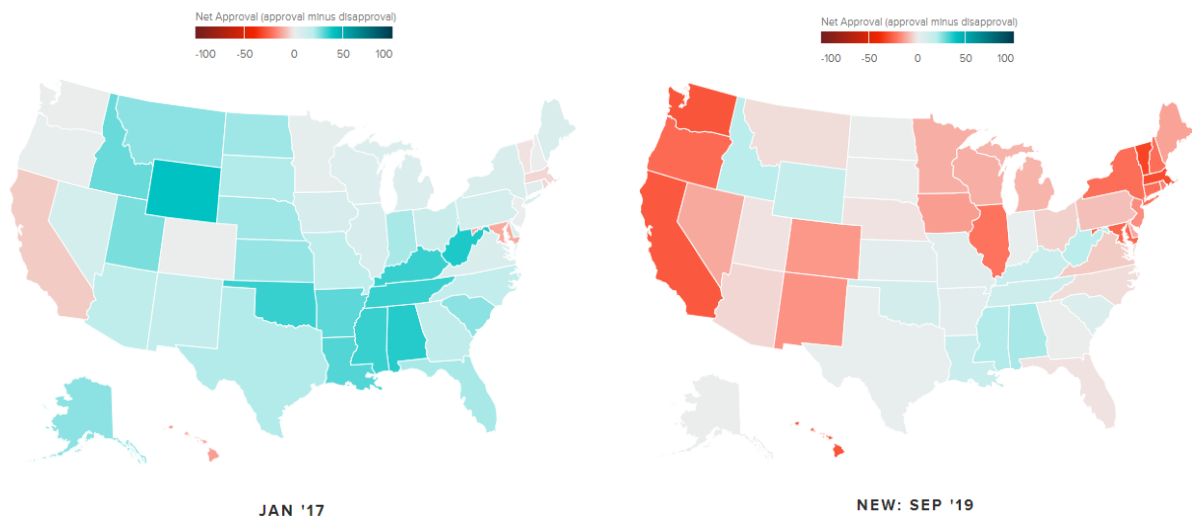
图 3：特朗普就任至今的民调满意度普遍低于前几任美国总统



注：各图中绿色线和数值表示特朗普的支持率，民调数据截至 2019 年 11 月 20 日

资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院

图 4：特朗普就任以来在各州的净支持率的变化



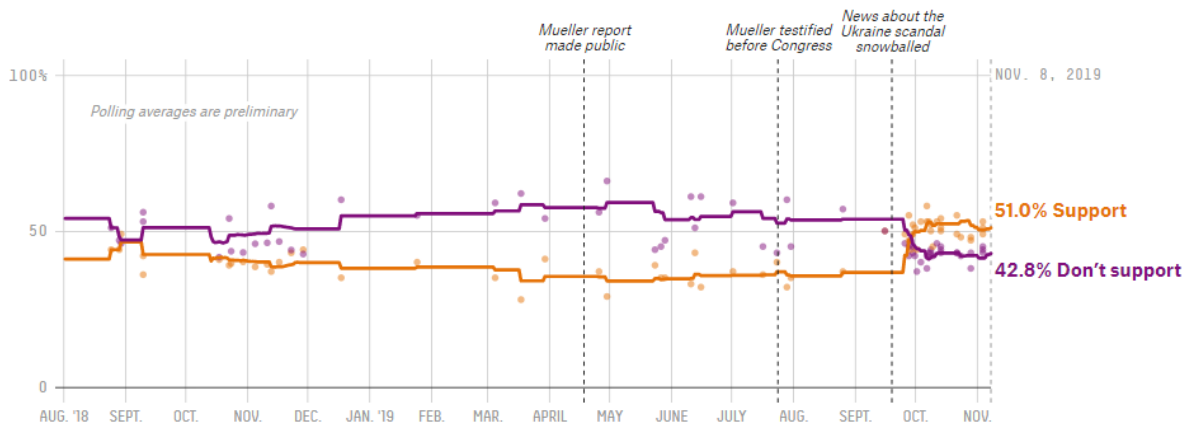
注：红色越深表示净支持率越低，蓝色越深表示净支持率越高；左图表示 2017 年 1 月特朗普就任初期的情况，右图表示 2019 年 9 月的最新情况

资料来源：Morning Consult、招银国际证券、招商银行研究院



近期的弹劾事件再为大选增添变数。在“通乌门”事件之后，两党正在围绕弹劾角力。美国众议院于10月31日正式启动对总统特朗普的弹劾调查程序，这意味着民主党早前六周的闭门听证调查转向公开。这是1998年针对克林顿的弹劾之后，美国国会首次启动弹劾调查程序。民调显示，“乌克兰电话门”事件曝出后，支持弹劾特朗普的民众一度由37%迅速上升至53%，目前支持和反对弹劾特朗普的民意分化、“势均力敌”。而逾八成民主党人支持推进弹劾，即使这是一场可能降低民主党赢得明年大选机会的“豪赌”。

图 5：关于美国民众是否支持对特朗普发起弹劾的调查



注：橙色线表示支持弹劾特朗普的比例；紫色线表示反对弹劾特朗普的比例

资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院

由于正式弹劾成功需要在共和党占优势的参议院取得三分之二的得票，美国历史上也从未出现过被弹劾下台的总统，预计弹劾特朗普议案最终获得通过几率仍然很低。实际上弹劾调查对明年大选的影响比较复杂：一方面，弹劾调查程序有可能持续数月，将使得两党分歧进一步加剧，复杂指控和诉讼将给特朗普制造麻烦，使得特朗普不得不花费更多精力消解弹劾过程带来的民意损耗；另一方面，弹劾过程可能影响温和民主党人争取国会席位、影响民主党候选人竞选总统，反而助力特朗普竞选。在10月底众议院正式启动弹劾调查程序之后，特朗普的竞选活动在短期内获得了大量资助。因此，难言弹劾风波对特朗普一定带来负面干扰。

二、民主党的候选人及竞争力分析

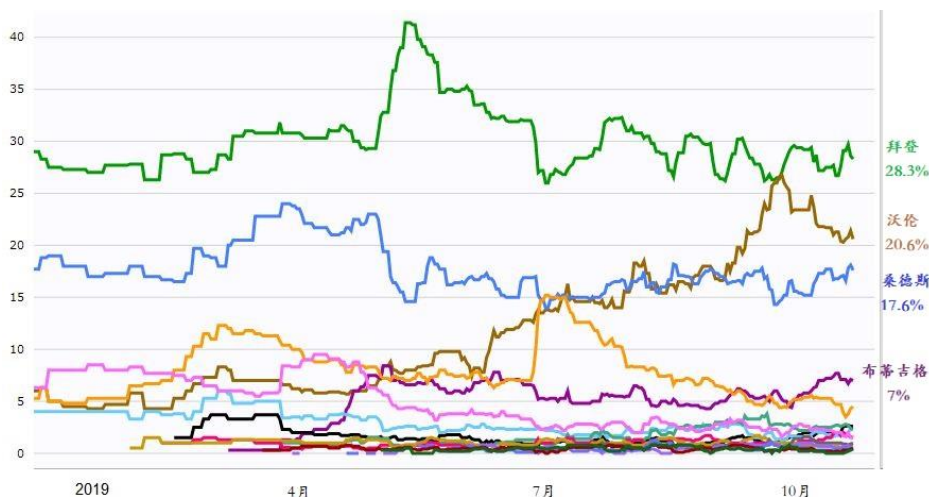
目前，共和党除特朗普之外，还有沃尔什（Joe Walsh）和韦尔德（William Weld）两人参选。根据盖洛普最新民调，特朗普在共和党内部的支持率接近90%，不出意外的话，特朗普连任受到的党内挑战非常小。



民主党的选情则仍比较混乱。民主党自今年 6 月启动多轮党内辩论，当前仍在参选的共有 18 位，其中较为领先的有 4 位：主张“财富税”的进步派人士参议员沃伦（Elizabeth Warren）、再度参选的“左翼老将”桑德斯（Bernard Sanders）、前美国副总统拜登（Joseph Biden）以及 37 岁的南本德市市长布蒂吉格（Pete Buttigieg）。目前已经进行了三轮电视辩论，聚焦医保、收入公平、气候变化、移民、枪支管控等话题，沃伦和桑德斯表现更为突出。

从民调上看，今年二季度时拜登的支持率一度冲上 40% 大关，在党内遥遥领先；但近半年来局势发生明显变化，拜登的支持率在 25-30% 的区间波动，未出现明显起色，而沃伦一路“高歌猛进”。目前来看，民主党候选人还没有做好击败特朗普的充分准备，而且民主党内部竞争异常激烈，内耗严重。而亿万富翁、原纽约市市长布隆伯格（Michael Bloomberg）亦准备加入民主党总统候选人的角逐，其呼声很高，有可能打破当前由拜登、沃伦和桑德斯组成的“三足鼎立”格局，甚至有望挑战特朗普的统治。

图 6：对民主党候选人的支持率



注：数据截至 2019 年 11 月初

资料来源：Realclearpolitics、招银国际证券、招商银行研究院

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_8836

