拜登新政影响：复盘 2016-2017 年特朗普交易

基本结论

- **2016-2017 年“特朗普交易”最明显的阶段是从胜选到就职的两个月时间。**2016 年 11 月 9 日特朗普击败希拉里意外胜选，在特朗普执政纲领中，减税、扩大基建，支持传统能源行业，减少监管是主要的政策。在特朗普胜选后，市场围绕特朗普新政预期进行演绎，大类资产呈现“美股和大宗商品上涨、美债和黄金下跌”的特征。从美股市场来看，在特朗普胜选到正式就职这两个月左右的时间，在特朗普新政预期下，股票市场中“特朗普交易”现象明显，受益于特朗普新政的能源股、金融股明显走强，而在废除奥巴马医改政策预期下，医药股相对较弱。但 2017 年 1 月 20 日特朗普就职以来，在特朗普政府大力宣传的百日新政期间，无论是大类资产和股票市场，“特朗普交易”逐步趋弱，其中能源股回调趋势尤为显著。

- **在 2020 年美国大选的关键节点，民调数据拜登持续领先，市场逐步对拜登新政预期开始定价。**拜登新政中明显区别于特朗普政策的主要在税收、能源、外交、金融等领域，具体来说：1）税收方面，拜登倾向于提高企业税，由 21%提高至 28%，把最高一档个人所得税重新由 37%提升至 39.6%；2）能源方面，禁止新的海上开采，支持清洁能源，暂停化石能源补贴；3）外交方面，不打贸易战，支持多边主义；4）金融方面，支持金融交易税，对华尔街严监管。9 月中下旬以来，随着拜登当选的预期持续加强，市场围绕“拜登交易”进行配置的现象日益明显。以能源领域为例，9 月中下旬以来，全球新能源板块大幅上行，而美国传统能源板块有所回调。

- **我们认为第一阶段“拜登交易”，即市场对拜登新政预期进行定价，已经基本结束。后续市场定价将聚焦拜登就职之后政策实施情况，拜登新政对市场的影响仍未结束，不确定仍存在。**我们认为市场对拜登新政的定价仍相对乐观，对加税和监管等对股票市场偏负面定价并不充分。但前瞻拜登政策实施进程，一方面疫情仍是拜登政府的首要应对的事件，在疫情未明显改善情况下，拜登其他经济金融政策或相对温和。另一方面，参议院大概率仍在共和党的控制之下，这也会对拜登加税和监管等政策的实施增加不确定性。

- **拜登新政对 A 股的影响主要体现在两个方面：**一是拜登新政对美股的影响，进而外溢至 A 股市场；二是拜登不打贸易战一定程度上利好 A 股市场。但整体来看，A 股市场核心矛盾仍在国内。“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑，总体而言市场仍呈现结构型行情。市场仍呈现结构型行情，风格分化演绎取决于业绩和政策拐点。

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。**中期行业配置建议聚焦四大方面：1）消费和科技长期优质赛道：**自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。**2）低估值金融：保险、银行等。**一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。**3）成长初期的行业：**5G 等。在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。**4）困境反转的行业：**航空、机场、酒店等。疫情对行冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、从胜选到百日新政，复盘 2016-2017 年“特朗普交易”.....3
二、当前“拜登交易”处在哪个阶段.....3
三、拜登新政之下，A 股市场仍呈现结构型行情.....4
四、行业配置思路：短期和中期视角.....5
重要事件前瞻.....5

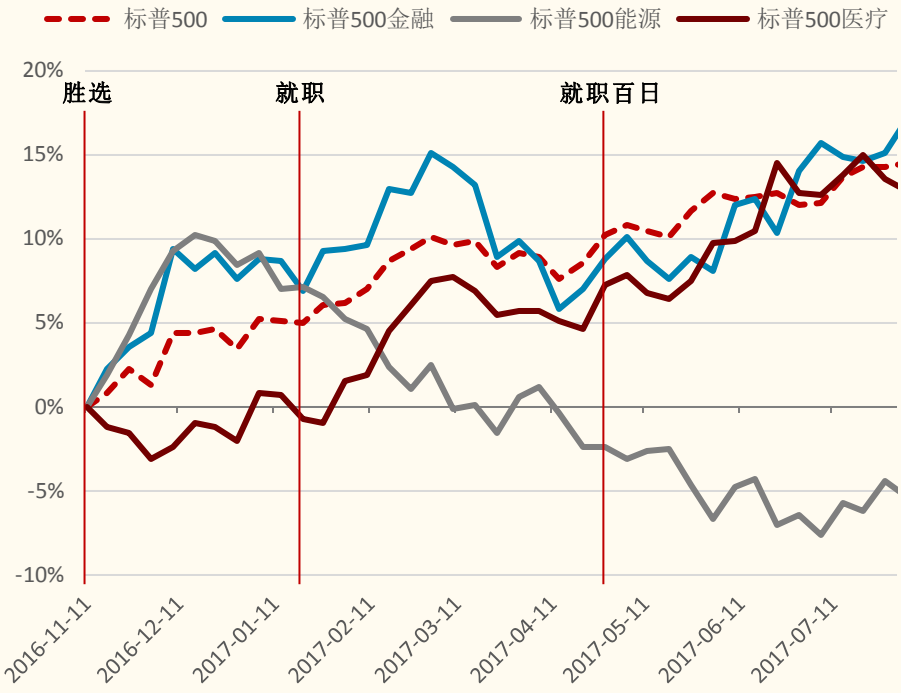
图表目录

图表 1：2016-2017 年“特朗普交易”行情（累计涨跌幅）.....3
图表 2：拜登执政纲领.....4
图表 3：今年 4 月以来清洁能源和传统能源板块走势（累计涨跌幅）.....4
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、从胜选到百日新政，复盘 2016-2017 年“特朗普交易”

- **2016-2017 年“特朗普交易”最明显的阶段是从胜选到就职的两个月时间。**2016 年 11 月 9 日特朗普击败希拉里意外胜选，在特朗普执政纲领中，减税、扩大基建，支持传统能源行业，减少监管是主要的政策。在特朗普胜选后，市场围绕特朗普新政预期进行演绎，大类资产呈现“美股和大宗商品上涨、美债和黄金下跌”的特征。**从美股市场来看，在特朗普胜选到正式就职这两个月左右的时间，在特朗普新政预期下，股票市场中“特朗普交易”现象明显，受益于特朗普新政的能源股、金融股明显走强，而在废除奥巴马医改政策预期下，医药股相对较弱。**但 2017 年 1 月 20 日特朗普就职以来，在特朗普政府大力宣传的百日新政期间，无论是大类资产和股票市场，“特朗普交易”逐步趋弱，其中能源股回调趋势尤为显著。

图表 1：2016-2017 年“特朗普交易”行情（累计涨跌幅）



来源：Wind、国金证券研究所

二、当前“拜登交易”处在哪个阶段

- **在 2020 年美国大选的关键节点，民调数据拜登持续领先，市场逐步对拜登新政预期开始定价。**拜登新政中明显区别于特朗普政策的主要在税收、能源、外交、金融等领域，具体来说：1）税收方面，拜登倾向于提高企业税，由 21%提高至 28%，把最高一档个人所得税重新由 37%提升至 39.6%；2）能源方面，禁止新的海上开采，支持清洁能源，暂停化石能源补贴；3）外交方面，不打贸易战，支持多边主义；4）金融方面，支持金融交易税，对华尔街严监管。
- **2020 年 9 月中下旬以来，随着拜登当选的预期持续加强，市场围绕“拜登交易”进行配置的现象日益明显。**以能源领域为例，9 月中下旬以来，全球新能源板块大幅上行，而美国传统能源板块有所回调。不同于 2016-2017 年“特朗普交易”在选举日后才开始演绎，今年市场对拜登新政预期定价早在选举日前就已经开始，主要原因是 2016 年特朗普胜选基本上属于超市场预期的“黑天鹅”，而今年民调和市场预期均倾向于拜登胜选。

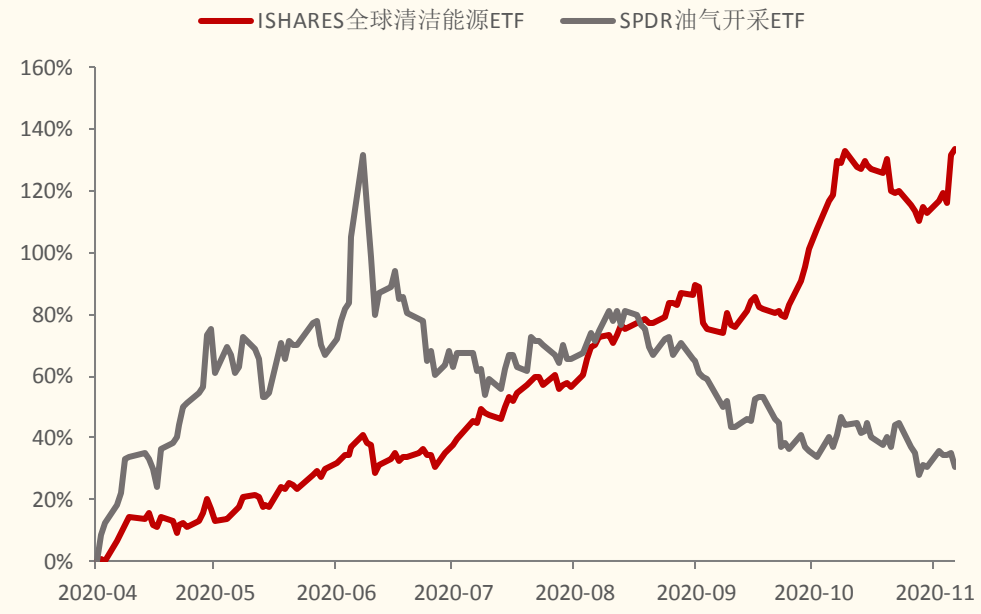
- **我们认为市场对拜登新政的定价仍相对乐观，对加税和监管等对股票市场偏负面定价并不充分。**但前瞻拜登政策实施进程，一方面疫情仍是拜登政府的首要应对的事件，在疫情未明显改善情况下，拜登其他经济金融政策或相对温和。另一方面，参议院大概率仍在共和党的控制之下，这也会对拜登加税和监管等政策的实施增加不确定性。
- **总结起来，我们认为第一阶段“拜登交易”，即市场对拜登新政预期进行定价，已经基本结束。后续市场定价将聚焦拜登就职之后政策实施情况，拜登新政对市场的影响仍未结束，不确定仍存在。**

图表 2：拜登执政纲领

主题	具体措施
应对疫情	纠正特朗普政府应对新冠疫情的一系列错误措施，重新调配资源，联邦与州、各地政府积极合作，对新冠病毒进行免费检测、治疗，并最终向所有美国人免费提供疫苗
经济与就业	创造数以百万计的就业机会；将联邦最低工资提高到每小时 15 美元；建立公平的国际贸易体系，但不会通过关税手段；遏制华尔街的不当行为；解决企业垄断；取消特朗普减税，实施对工薪家庭更有利的税制；向小企业提供贷款，对家庭增加社会保障支出
医保	扩大医保覆盖范围，降低药品价格和医疗费用，提高医疗质量；消除种族、性别和地域的医疗不平等；加强对卫生保健机构的支持力度
司法系统	减轻量刑标准，释放罪犯，取消保释金，废除死刑；削减警察的经费；停止少数族裔在司法系统受到的不公平对待
公民权利	保护美国公民、妇女、残障人士及少数群体的权利，实现种族正义和平等；增加住房供应，让每个美国人都能拥有自己的住房；结束枪支暴力的泛滥；支持新闻自由
气候变化	纠正特朗普政府措施的气候变化政策，重新加入“巴黎气候协定”；投入 3000 亿美元研发新技术和清洁能源；强制 30 年内全美碳排放净值为零
政府部门	建立一个高效、透明的联邦政府；使华盛顿特区成为美国第 51 个州；加强美国邮政服务（保证大选邮寄投票可以顺利进行）
移民	纠正特朗普错误的移民政策，包括拆除边境墙、取消“旅行禁令”、停止遣返非法移民等
教育	普及基础教育；让公立学院和大学对家庭收入低于 12.5 万美元的学生免收学费，社区大学对所有学生免收学费；免除学生债务
对外政策	修复与盟友的关系；恢复伊核协议；继续维护以色列的安全，但支持解决巴以冲突的两国方案；以负责任的方式结束战争，但将在伊拉克保持小规模军事存在，以便持续打击“伊斯兰国”残余势力

来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：今年 4 月以来清洁能源和传统能源板块走势（累计涨跌幅）



来源：Wind、国金证券研究所

三、拜登新政之下，A 股市场仍呈现结构型行情

- 拜登新政对 A 股的影响主要体现在两个方面：一是拜登新政对美股的影响，进而外溢至 A 股市场；二是拜登不打贸易战一定程度上利好 A 股市场。但整体来看，A 股市场核心矛盾仍在国内，**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑，总体而言市场仍呈现结构型行情。**
- **行业估值分化能否延续，取决于业绩和政策拐点。**估值分化的背后是基本面的分化，在没有行业相对基本面或政策层面的拐点出现之前，通过价格调整快速促使估值分化进行收敛的概率较低。后续估值分化能否走向收敛取决于行业间相对业绩的拐点和后续宏观流动性政策的额拐点。如果在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值或存在一定的调整压力。

四、行业配置思路：短期和中期视角

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**
- 但拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。中期行业配置建议聚焦四大方面：
- **思路一：消费和科技长期优质赛道**

  自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。
- **思路二：低估值金融：保险、银行等**

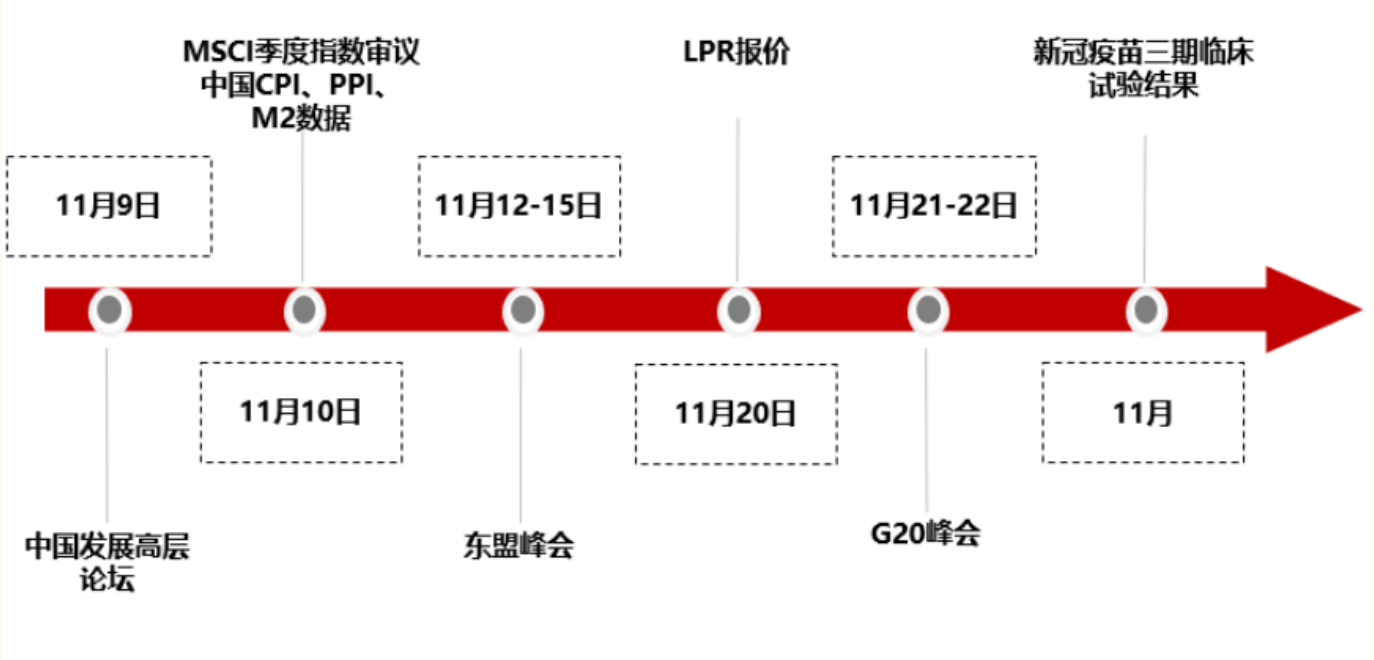
  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **思路三：成长初期的行业：5G 等**

  在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。
- **思路四：困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH