2020 年 12 月 12 日

拜登新政展望，从美国社会割裂谈起

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

虽然老牌政客拜登胜选，但美国社会割裂在持续加剧、中下层民众进一步右倾。因国会大概率继续分裂、制约内政推行，拜登执政重心或在外政上、团结盟友一致对外。

● **虽然拜登战胜特朗普，但美国社会割裂在持续加剧，中下层民众进一步右倾**

虽然拜登胜选，但特朗普赢得的选票数高居历史第二，共和党在国会选举中表现远好于民主党。拜登的胜选过程非常艰难，在多个关键州仅以微弱优势险胜特朗普，后者获得的总选票数达 7400 多万张、高居历史第二。民主党在国会选举中的表现更是远低预期，不仅未能夺回参议院，还在众议院中被共和党抢走多个席位。**拜登险胜及民主党表现“大跌眼镜”背后，是美国选民意识形态的进一步极化，社会割裂持续加剧。**此次大选中，美国保守派选民占比及对特朗普和共和党的支持率，均创下历史新高。同时，相比于大部分中上层选民支持拜登，以低收入、少数族裔为主的中下层选民，对特朗普和共和党的支持率较 2016 年进一步提升。

● **美国社会割裂加剧，与产业发展失衡、过度自由化等导致贫富差距两极化有关**

美国社会割裂持续加剧、中下层民众越发右倾，与贫富差距的两极化关联密切。上世纪 80 年代以来，美国富人越来越富、穷人越来越穷，基尼系数由 40%左右大幅增长至 49%。贫富差距的两极化，使美国社会阶层固化、代际流动性大幅下降。失去奋斗希望的美国中下层民众越发右倾，拥抱反移民、反自由贸易等主张。

产业发展失衡、过度自由化、金融环境持续趋松等，共同导致了美国贫富差距越拉越大。一方面，美国制造业发展陷入停滞后，越来越多的中下层民众被迫从事收入水平更低的中低端服务业。同时，新自由主义思潮下的频繁减税，及金融环境持续趋松、带动金融资产价格大涨等，使富人更富、进一步加剧贫富差距问题。

● **因内政受国会制约、难有建树，拜登执政重心或在外政上、团结盟友一致对外**

由于国会大概率继续分裂及共和党全面右倾，拜登的加税、绿色基建等内政主张较难落地。拜登虽然提出了加税及增加医疗、绿色基建投入等一揽子新政主张，但因涉及到财政，均需国会批准通过。从新一届国会情况来看，因共和党在参议院选举中领先，国会大概率继续分裂。同时，随着共和党在过去 4 年高度绑定特朗普、支持减税及增加传统基建等，拜登的加税、绿色基建等政策较难通过国会。

上任后，拜登执政重心或在外政上，为讨好美国中下层民众、对外立场难言友好。不同于税收、基建等内政主张，外交、贸易等外政的主导权，完全归属美国总统。此次大选投票前，拜登公开撰文、系统地阐述了自己的外政理念。其中，与传统民主党政客一致的是，拜登继续主张美国领导全球；不同的是，面对社会割裂、中下层民众右倾，拜登强调与盟友国合作，通过制定规则、遏制非盟友国的发展。

● **风险提示：**美国党争超预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-信用“收缩”通道开启》-2020.12.10

《宏观经济点评-双“通缩”的背后》-2020.12.10

《宏观经济专题-政策“退潮”的历史复盘》-2020.12.9

目 录

1、 从新一届美国大选结果，看美国社会的割裂持续加剧 4
1.1、 虽然拜登胜选，但特朗普获得了大量选民、尤其是中下层选民支持 4
1.2、 拜登胜选，无法掩盖民主党在国会等选举中远不如共和党的表现 6
2、 美国社会割裂持续加剧背后，是贫富差距的不断拉大 9
2.1、 1980 年以来，美国传统产业发展陷入停滞，贫富差距逐渐拉大 9
2.2、 持续趋松的金融环境，推高金融资产价格，进一步加剧贫富差距 11
3、 社会割裂及国会分裂下，拜登或内政难行、外政合纵连横 14
3.1、 因国会大概率分裂及共和党全面右倾，拜登加税等内政或难落地 14
3.2、 拜登执政重心或在外政上，为拉拢中下层选民、立场难言友好 17
风险提示 21

图表目录

图 1: 截至 12 月 8 日，拜登已获得 306 张选举人票，基本确定胜选 4
图 2: 2020 年大选，特朗普获得的票数高居历史第二 5
图 3: 特朗普在关键摇摆州的竞选表现大超预期 5
图 4: 拜登在威斯康星、亚利桑那、佐治亚等摇摆州的领先优势均不足 1 个百分点 5
图 5: 2020 年大选中，保守派选民占比进一步提升 5
图 6: 2020 年大选中，自由、温和派选民占比有所下降 5
图 7: 保守派、自由派选民对共和党、民主党支持创新高 6
图 8: 温和派选民对民主党、共和党的支持率进一步分化 6
图 9: 2020 年大选，支持共和党的少数族裔选民增多 6
图 10: 2020 年大选，支持共和党的低收入选民增多 6
图 11: 民主党在参议院选举中表现不及预期 7
图 12: 民主党艰难守住众议院多数党地位 7
图 13: 此次大选，民主党州长数量下降 7
图 14: 此次大选，民主党未赢下更多州的州议会 7
图 15: 参议院选举中，民主党投入大量竞选资金 7
图 16: 关键州的参议员选举，民主党仅拿下亚利桑那州 7
图 17: 众议院选举中，放弃连任的共和党议员数量更多 8
图 18: 众议院选举中，共和党夺回了更多的议员席位 8
图 19: 美国绝大部分州长及州议会独占选区划分权 8
图 20: 州内选区划分对各类选举的结果影响较大 8
图 21: 2012 年众议院选举中，共和党在多个州表现亮眼 9
图 22: 2020 年州长及州议会选举中，共和党优势扩大 9
图 23: 1980 年以来，美国社会中下层群体收入占比下滑 9
图 24: 1980 年以来，美国社会上层群体收入占比大增 9
图 25: 1980 年以来，美国基尼系数一路上升 10
图 26: 贫富差距的两极化，使美国阶层固化越发严重 10
图 27: 1980 年后，美国工业部门产值占比加速下滑 10
图 28: 1980 年后，美国传统产业发展陷入停滞 10
图 29: 1980 年后，美国制造业吸纳的就业占比大幅下滑 10

图 30：1980 年后，美国中低端服务业吸纳就业占比大增 10
图 31：美国教育保健、休闲酒店等中低端服务业的收入水平，远不及制造业 11
图 32：1980 年以来，美国频频实施大规模减税政策 11
图 33：频繁的减税，使美国富人成为最大受益者 11
图 34：1980 年以来，美国联邦基金目标利率不断下滑 12
图 35：1980 年以来，美国利率环境越发宽松 12
图 36：从 2008 年开始，美联储引入量宽政策 12
图 37：量宽政策下，美联储向市场注入了天量的流动性 12
图 38：宽松金融环境，支撑美股估值大幅提升 13
图 39：宽松金融环境，带动美股上市公司市值/GDP 大增 13
图 40：宽松金融环境，支撑房地产价格大涨 13
图 41：金融资产价格大涨，改变了美国居民收入结构 13
图 42：美国高收入家庭拥有的金融资产更多 13
图 43：美国中低收入家庭拥有的金融资产相对较少 13
图 44：1980 年以来，因拥有更多金融资产，美国高收入家庭净资产加速膨胀 14
图 45：国会分裂下，通过的议案数往往大幅下降 15
图 46：过去 4 年，共和党内反对特朗普的议员大幅减少 15
图 47：在“特朗普弹劾案”中，共和党议员高度团结 15
图 48：对特朗普的大法官提名，共和党议员高度支持 15
图 49：众议院中，民主党极左派势力迅速壮大 16
图 50：为对抗特朗普，民主党建制派与极左派结成联盟 16
图 51：政策主张上，民主党内建制派与极左派之间存在分歧 17
图 52：美国三权分立的体制下，总统行使行政权 17
图 53：国会分裂后，特朗普颁布的行政命令数量大增 17
图 54：作为老牌政客，拜登在过去 50 年一直是为美国利益服务，具有巨大的国际影响力 18
图 55：特朗普担任总统期间，美国对盟友的影响力大幅弱化 19
图 56：近 10 年来，美国国内反华情绪不断攀升 19
图 57：2020 年，美国众议院高票通过了多项涉华法案 19
图 58：对华立场上，拜登似乎比特朗普温和、但并不友好 20

表 1：从政策纲领来看，拜登大体延续奥巴马执政思路，与特朗普存在明显不同 14
表 2：国会分裂背景下，拜登各项政策主张落地前景 16
表 3：对外政策上，拜登主张强化美国在全球的领袖地位 18

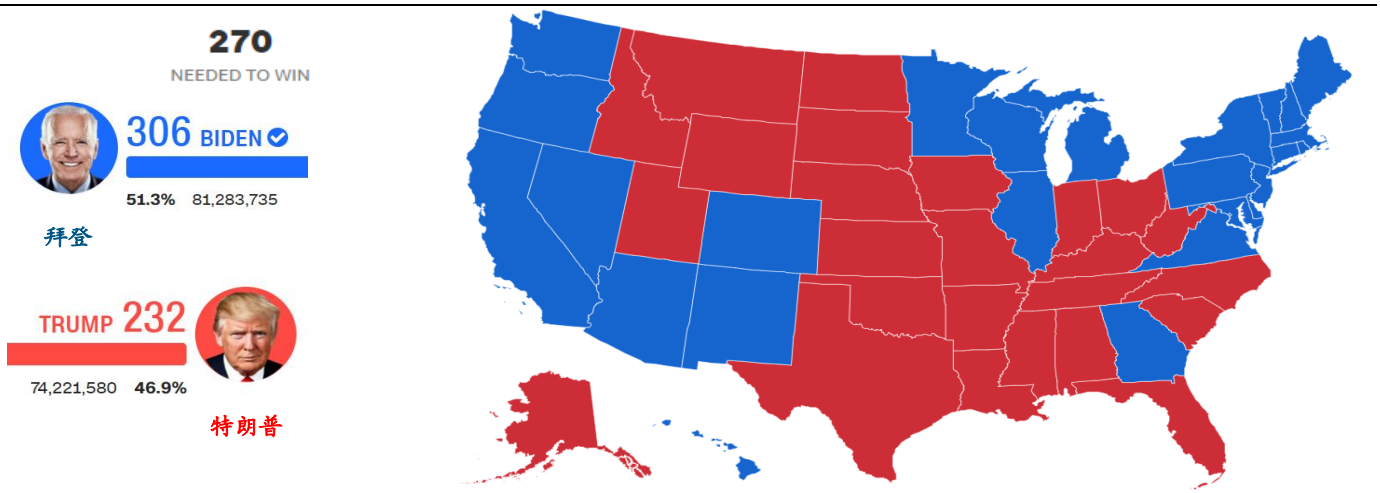
虽然老牌政客拜登胜选，但美国社会割裂在持续加剧、中下层民众进一步右倾。因国会大概率继续分裂、制约内政推行，拜登执政重心或在外政上、团结盟友一致对外。

1、 从新一届美国大选结果，看美国社会的割裂持续加剧

1.1、 虽然拜登胜选，但特朗普获得了大量选民、尤其是中下层选民支持

美国总统的选举结果已基本落定，拜登锁定胜局，将成为美国第 46 任总统。截至 12 月 10 日，拜登获得了 306 张选举人票、超过特朗普的 232 张，基本确定胜选。虽然特朗普一直拒绝承认选举结果，并在多个州发起选举诉讼、申请重新计票等，但随着多个州驳回特朗普申诉或维持计票结果不变，特朗普已难改变大局。11 月 23 日，美国总务管理局正式宣布启动总统权力过渡程序。同日起，拜登开始内阁组建工作，为 2021 年 1 月 20 日的上任做准备。

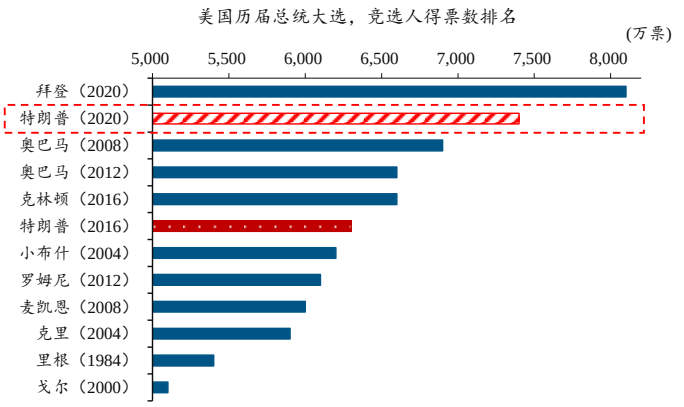
图1：截至 12 月 8 日，拜登已获得 306 张选举人票，基本确定胜选



资料来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

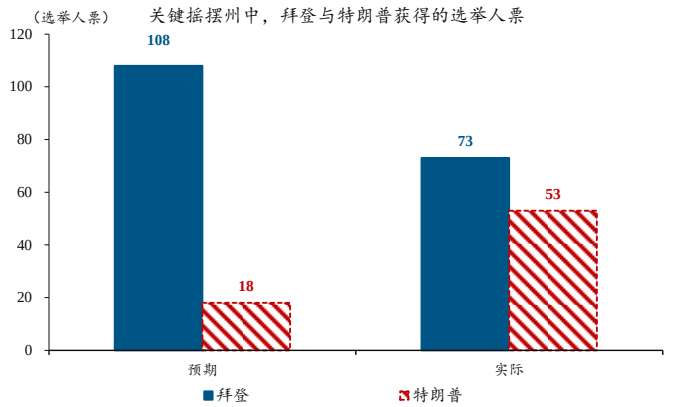
拜登虽然赢得选举，但胜选过程非常艰难，在多个关键摇摆州均是险胜特朗普。从选举结果来看，虽然拜登赢得的普选票超过 8100 万张、创历史新高，但特朗普也拿到 7400 多万张选票、高居历史第二。关键摇摆州中，双方竞选更是十分胶着。在佛罗里达、俄亥俄、爱荷华等摇摆州，拜登均输给了特朗普，且差距在 3 个百分点以上；在威斯康星、亚利桑那、佐治亚等摇摆州，拜登虽然战胜特朗普，但领先优势分别只有 0.6、0.3、0.3 个百分点，与选前民调预测的 8.2、2.9、1.3 个百分点相差甚远。

图2：2020 年大选，特朗普获得的票数高居历史第二



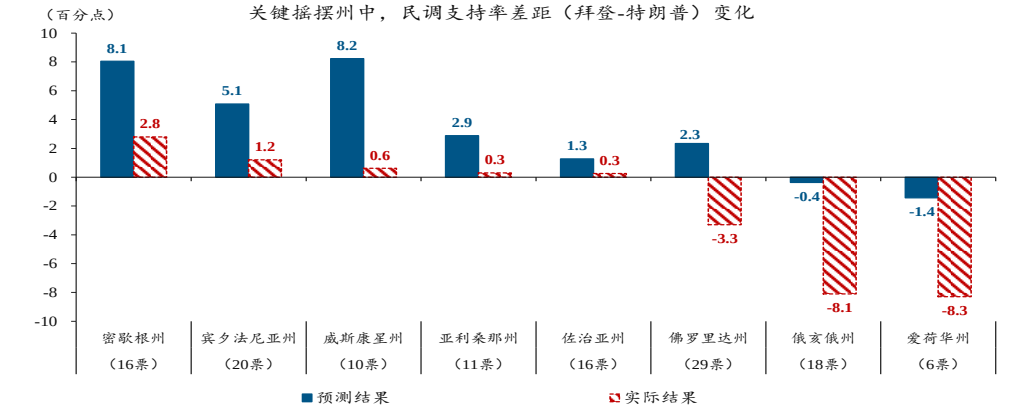
数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

图3：特朗普在关键摇摆州的竞选表现大超预期



数据来源：538、NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

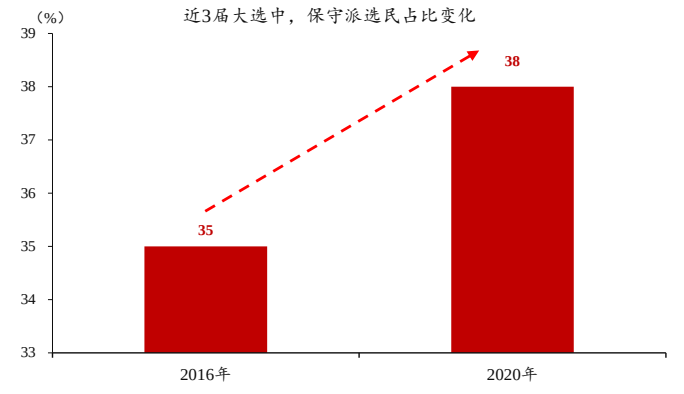
图4：拜登在威斯康星、亚利桑那、佐治亚等摇摆州的领先优势均不足 1 个百分点



数据来源：538、NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

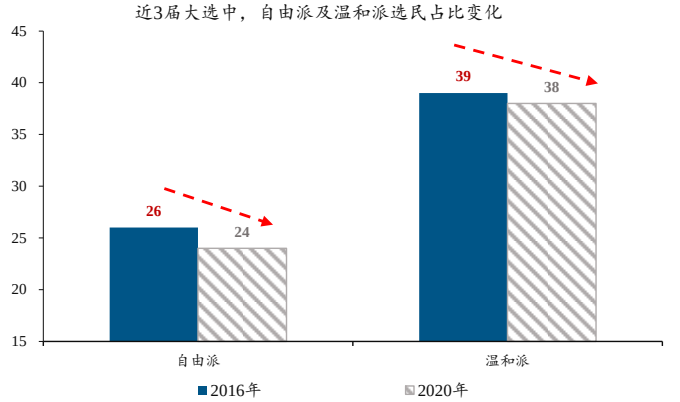
此次总统大选选情胶着背后，是美国选民意识形态的进一步极化，社会割裂持续加剧。根据意识形态的不同，美国选民可大致分为保守派、自由派及温和派。其中，保守派、自由派传统上一直分别支持共和党、民主党；温和派无特定的党派偏好，但选民数量最多。与 2016 年总统大选时相比，此次大选中，保守派选民占比由 35%进一步升至 38%，温和派、自由派选民占比分别下滑至 38%、24%。从选民的投票倾向来看，保守派选民对共和党的支持率达到 89%，创历史新高；自由派、温和派选民对民主党的支持率也分别升至 85%、64%，刷新历史新高。

图5：2020 年大选中，保守派选民占比进一步提升



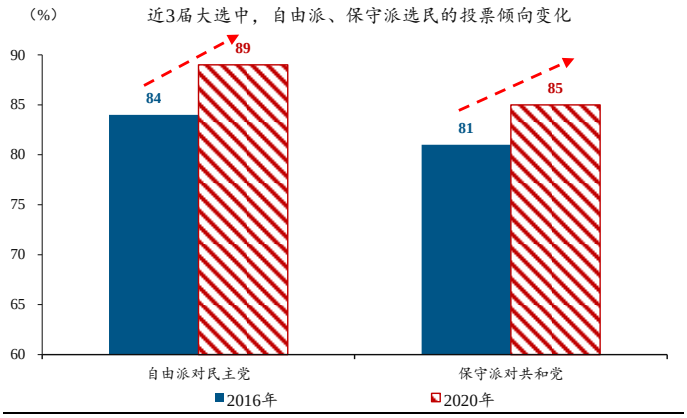
数据来源：Edison Research、开源证券研究所

图6：2020 年大选中，自由、温和派选民占比有所下降



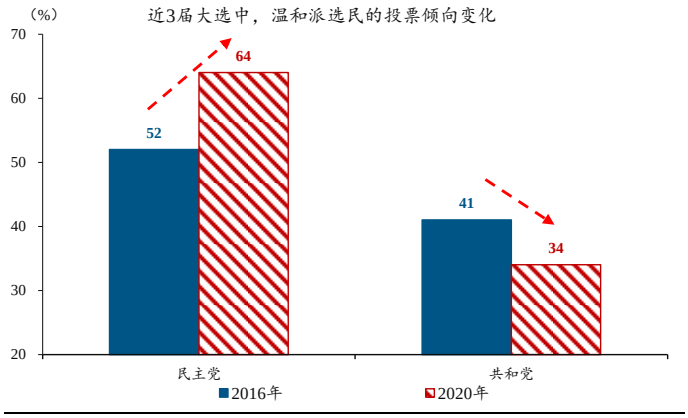
数据来源：Edison Research、开源证券研究所

图7：保守派、自由派选民对共和党、民主党支持创新高



数据来源：Edison Research、开源证券研究所

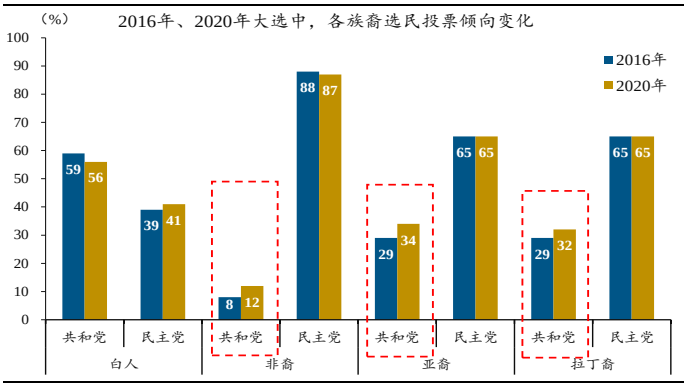
图8：温和派选民对民主党、共和党的支持率进一步分化



数据来源：Edison Research、开源证券研究所

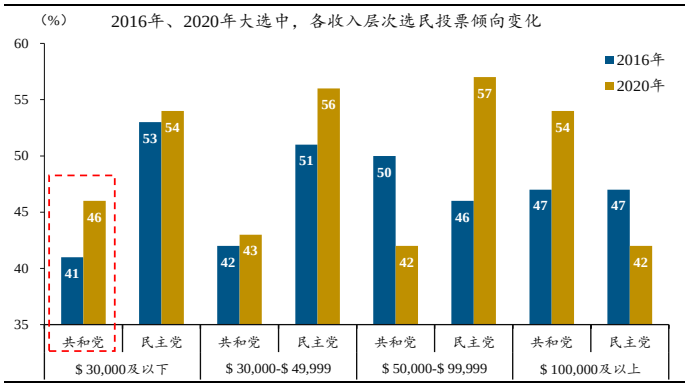
美国社会割裂加剧，还体现在低收入和少数族裔群体，对特朗普的支持率较 2016 年进一步提升。2016 年大选中，特朗普战胜希拉里的支撑之一，是获得了大量低收入群体的支持。与 2016 年相比，此次大选中，低收入群体对特朗普的支持率，由 41%进一步提升至 46%。不仅如此，少数族裔在此次大选中对特朗普的支持率，也大超预期。传统上，民主党因对移民较为友好等，一直受到少数族裔的青睐。但此次大选中，非裔、拉丁裔、亚裔选民群体对特朗普的支持率，分别从 2016 年的 8%、29%、29%提升至 12%、32%、34%，均刷新了对共和党总统竞选人支持率的新高。

图9：2020 年大选，支持共和党的少数族裔选民增多



数据来源：Edison Research、开源证券研究所

图10：2020 年大选，支持共和党的低收入选民增多



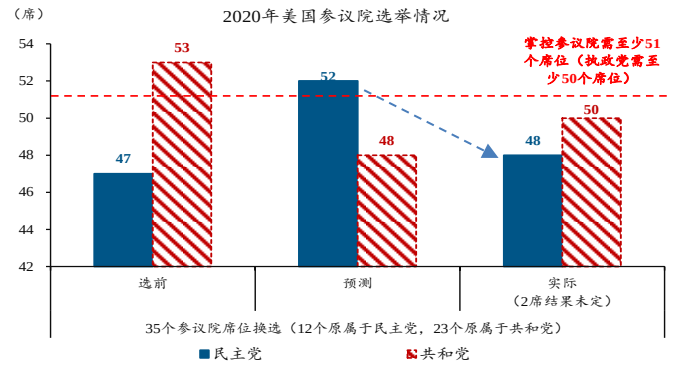
数据来源：Edison Research、开源证券研究所

1.2、 拜登胜选，无法掩盖民主党在国会等选举中远不如共和党的表现

拜登赢得总统大选，无法掩盖民主党在国会、州长及州议会选举中的低迷表现。此次大选中，民主党在国会、州长及州议会选举中投入了大量人力、财力，力图完胜共和党、掀起“蓝色浪潮”[①]。但从最终的选举结果来看，民主党的表现“大跌眼镜”。参议院选举中，民主党换选席位数为 12 个、远低于共和党的 23 个，但最终只比选前多获 1 席。众议院选举中，民主党虽然守住了多数党地位，但席位数较选前减少 10 席至 222 席，远不及选前民调预测的 240 席。州长及州议会选举方面，民主党的表现也不如共和党，失去了 1 个州长位置及 1 个州议会的多数党地位。

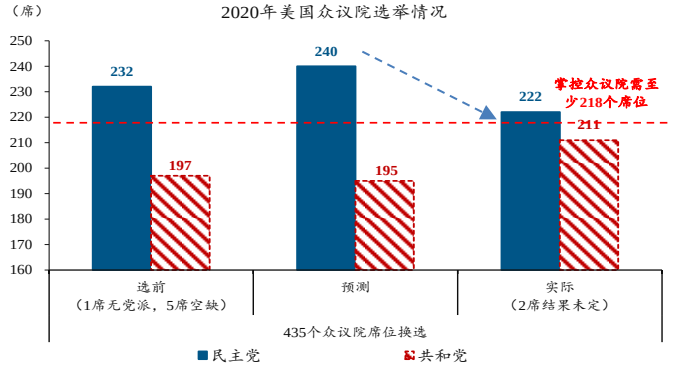
[①] 美国政治光谱中，蓝色、红色分别代表民主党、共和党。“蓝色浪潮”指民主党同时赢得总统、国会选举等，“红色浪潮”亦然。

图11：民主党在参议院选举中表现不及预期



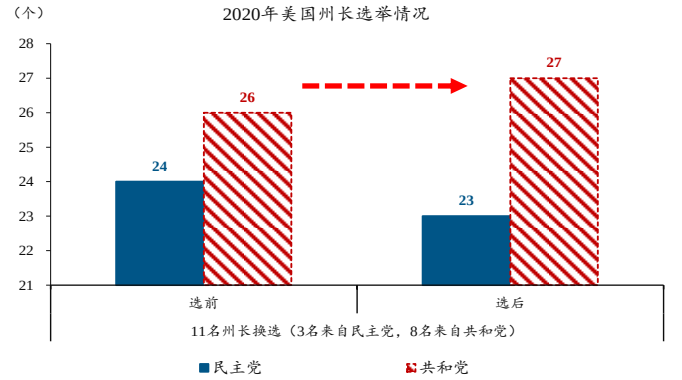
数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

图12：民主党艰难守住众议院多数党地位



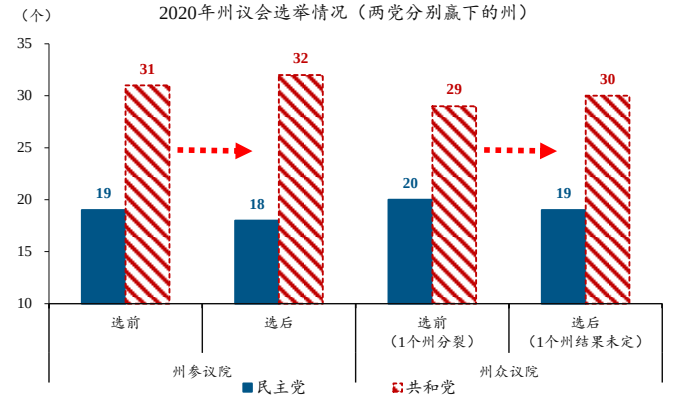
数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

图13：此次大选，民主党州长数量下降



数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

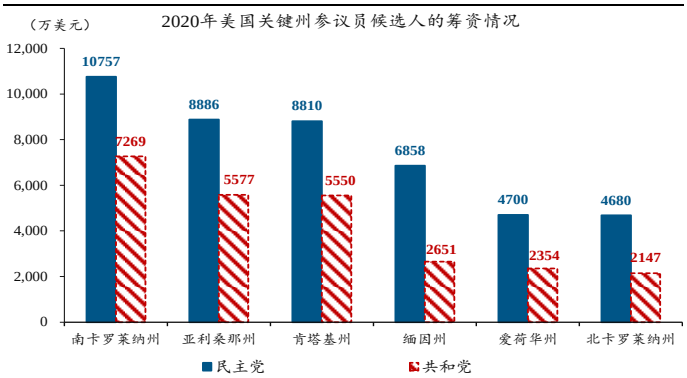
图14：此次大选，民主党未赢下更多州的州议会



数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

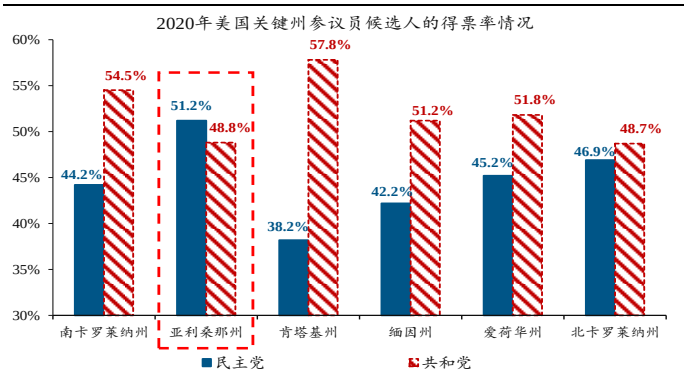
参议院选举中，民主党在多个州投入巨资参选，但最终表现远不及全面右倾的共和党。因共和党在此次参议院选举中换选议员较多，民主党在选前信心满满，在南卡、亚利桑那等 6 个关键州投入了巨资参选，力度远超共和党；特别是在南卡、肯塔基州，民主党投入了创历史记录的 1.08 亿、8810 万美元。但最终结果来看，民主党仅赢得亚利桑那州的参议员选举，在其他州均输给共和党，重金支持的南卡、肯塔基州更是双双惨败 10 个点以上。由于未能在已经结束的选举中获得更多参议院席位，叠加共和党在剩余 2 个未定席位中选情占优，民主党夺回参议院的概率较低。

图15：参议院选举中，民主党投入大量竞选资金



数据来源：OpenSecrets、开源证券研究所

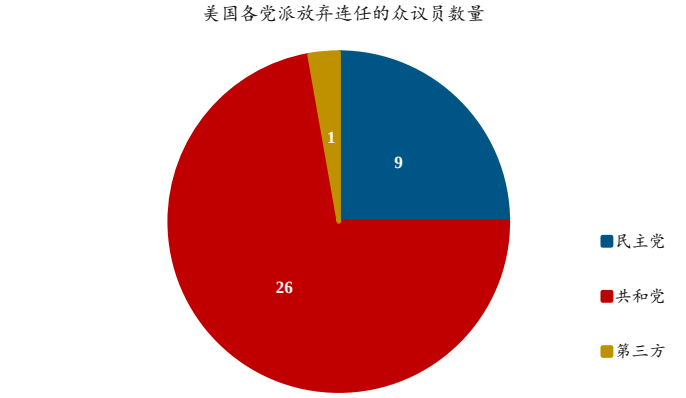
图16：关键州的参议员选举，民主党仅拿下亚利桑那州



数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

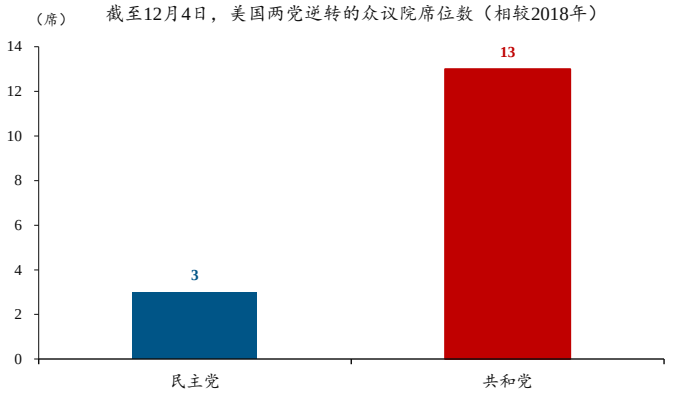
众议院选举方面，民主党本来预计能扩大席位优势，最终却被共和党赢回 10 余席。2018 年中期选举中，民主党以较大优势夺回众议院。随着 2020 年众议院选举中有 26 位共和党议员放弃连任，远超民主党的 9 位，民主党在选前踌躇满志，力图进一步扩大众议院的席位优势。但大选计票开始后，民主党的表现大低预期。截至 12 月 4 日，民主党已被共和党赢回了 10 个席位，席位优势较选前不增反降。

图17：众议院选举中，放弃连任的共和党议员数量更多



数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

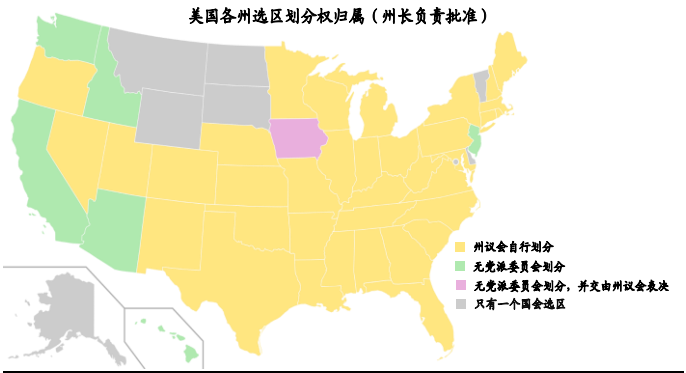
图18：众议院选举中，共和党夺回了更多的议员席位



数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

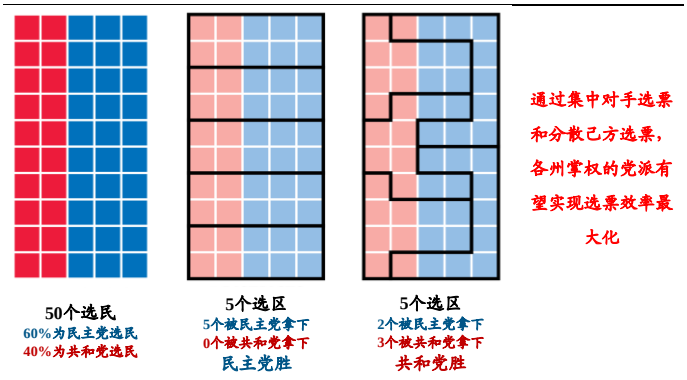
州长及州议会选举中，民主党也输给了共和党，在未来十年选举竞争中“失去先手”。美国联邦制度下，各州内部的大部分选区是由州长、州议会根据每 10 年 1 次的人口普查结果划分。虽然看似公平，但在实际选区划分中，各州掌权的党派常常通过集中对手选票和分散己方选票，达到己方选票效率最大化。以 2012 年众议院选举为例，共和党凭借 2010 年的选区划分优势，在北卡、密歇根等州均获得 60%以上的席位，远超赢得的普选票占比。随着共和党在此次选举后扩大州长、州议会优势，叠加 2021 年美国将进行新一轮选区划分，民主党在未来十年的选举竞争中失去先手。

图19：美国绝大部分州长及州议会独占选区划分权



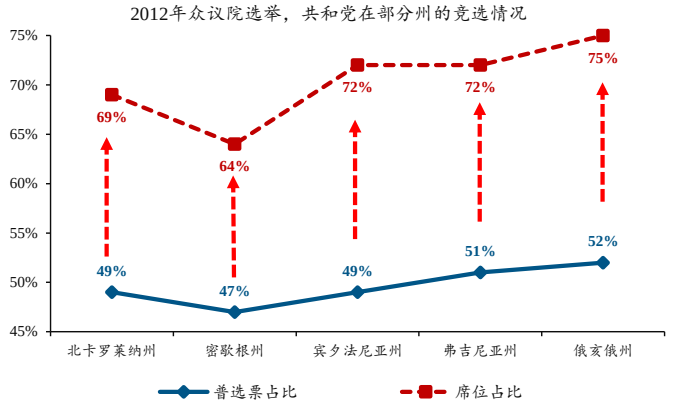
资料来源：Medium、开源证券研究所

图20：州内选区划分对各类选举的结果影响较大



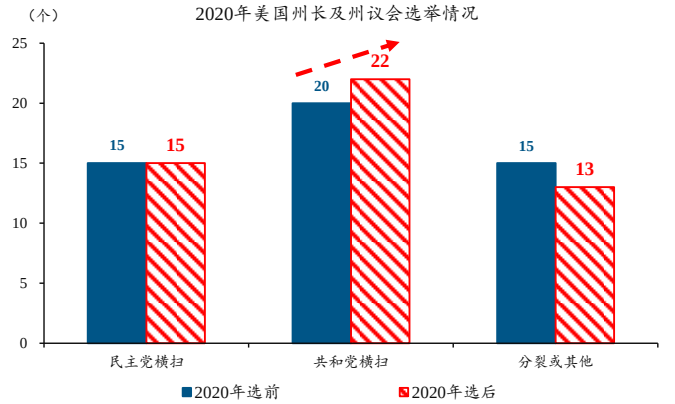
资料来源：Medium、开源证券研究所

图21：2012 年众议院选举中，共和党在多个州表现亮眼



数据来源：Ballotpedia、开源证券研究所

图22：2020 年州长及州议会选举中，共和党优势扩大



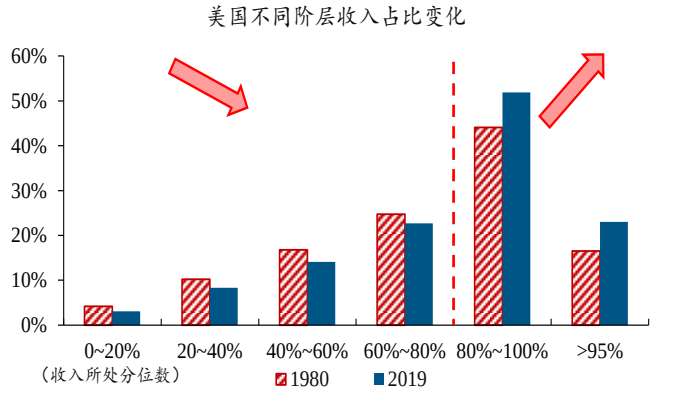
数据来源：NY Times、CNN、FOX、开源证券研究所

2、 美国社会割裂持续加剧背后，是贫富差距的不断拉大

2.1、 1980 年以来，美国传统产业发展陷入停滞，贫富差距逐渐拉大

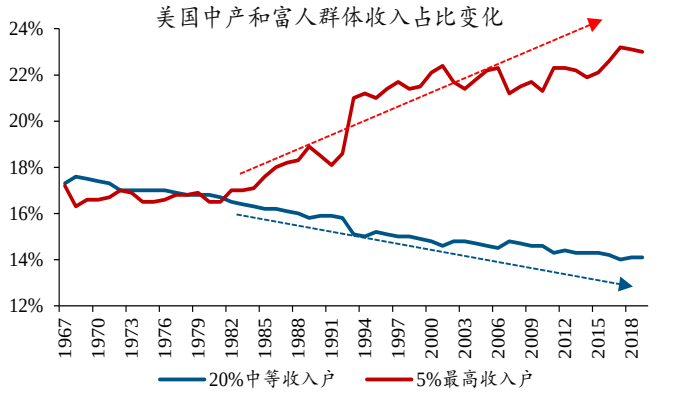
特朗普在 2020 年大选中拿到历史第二多的选票，以及全面右倾的共和党在国会等选举中表现亮眼，均反映了美国社会在进一步割裂、而非弥合；美国社会割裂不断加剧背后，与贫富差距的两极化关联密切。从收入数据来看，上世纪 80 年代以来，美国中低收入阶层的收入占比持续下滑，高收入阶层的收入占比大幅提升；受此影响，美国的基尼系数由 40%左右大幅增长至 48.5%。贫富差距的拉大，使美国社会阶层逐渐固化、代际流动性大幅下降。失去奋斗希望的美国中下层民众，开始“抛弃”传统建制派政客，将反移民、反全球化的特朗普视为“救世主”。

图23：1980 年以来，美国社会中下层群体收入占比下滑



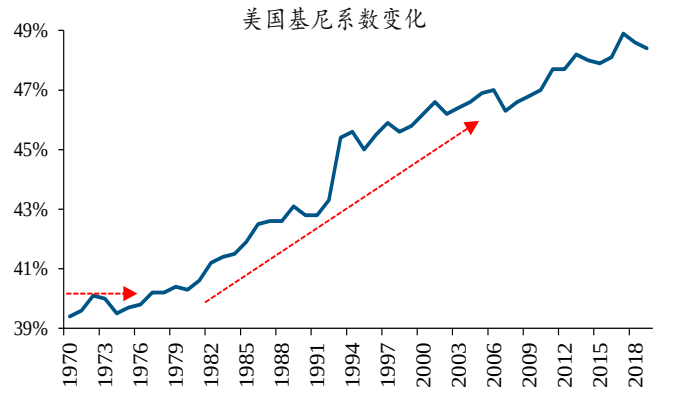
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：1980 年以来，美国社会上层群体收入占比大增



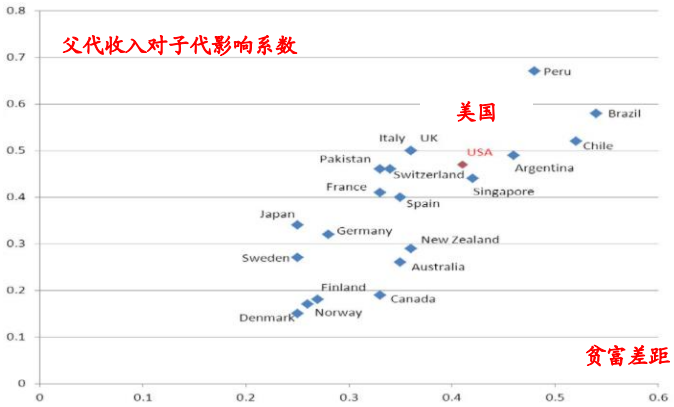
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：1980 年以来，美国基尼系数一路上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

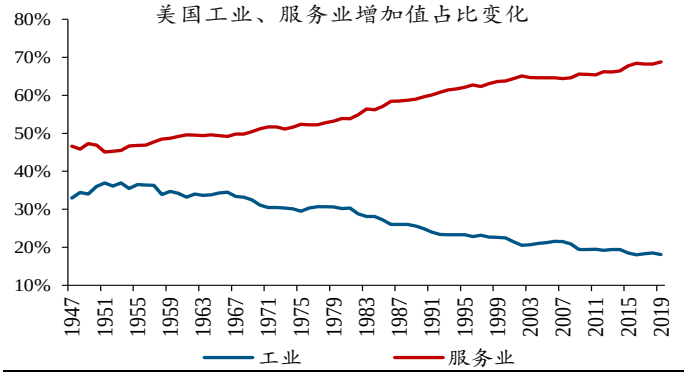
图26：贫富差距的两极化，使美国阶层固化越发严重



资料来源：Council of Economic Advisers、开源证券研究所

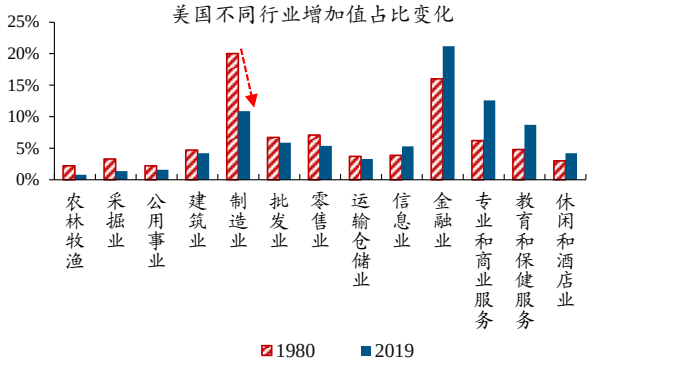
美国贫富差距持续拉大，与制造业等传统产业发展陷入停滞后，越来越多中下层民众被迫从事收入水平更低的教育、休闲、酒店等服务业有关。1980 年后，美国将产业发展重心转向服务业，制造业等传统产业的发展随之陷入停滞。受此影响，美国制造业吸纳的就业占比由 1980 年的 20%，大幅下滑至 2020 年的 8%。与之对应的是，教育保健、休闲酒店等服务业获得长足发展，吸纳的就业占比分别由 8%、7%升至 16%、11%。就业的“迁移”，直接影响了美国社会的收入结构。由于制造业的收入水平远超教育、休闲等中低端服务业，美国中下层民众的收入“不升反降”。

图27：1980 年后，美国工业部门产值占比加速下滑



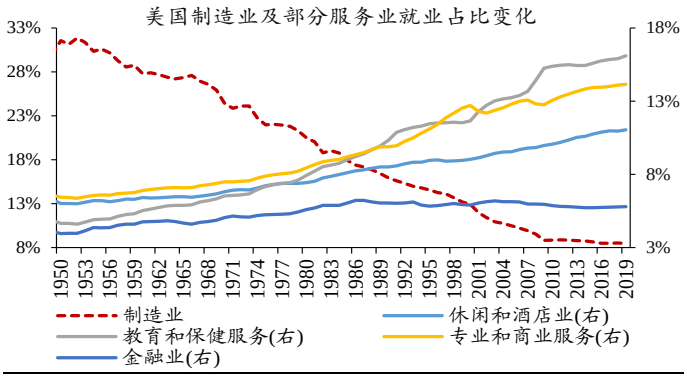
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：1980 年后，美国传统产业发展陷入停滞



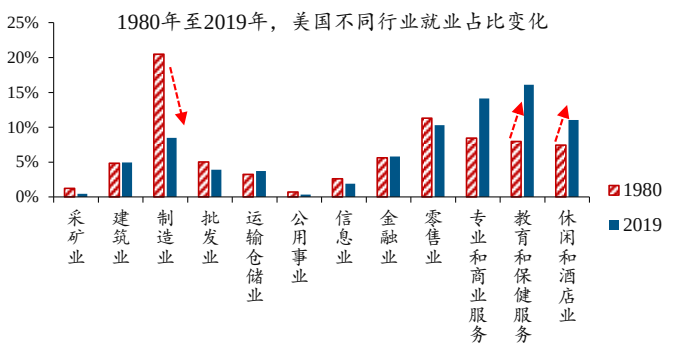
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：1980 年后，美国制造业吸纳的就业占比大幅下滑



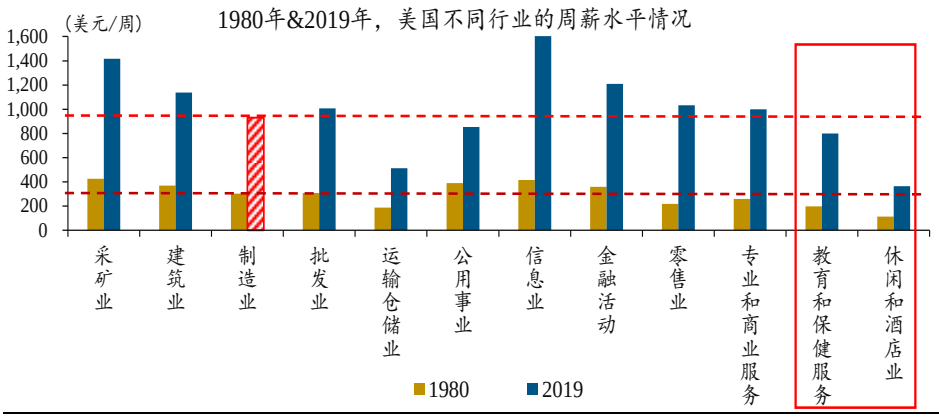
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：1980 年后，美国中低端服务业吸纳就业占比大增



数据来源：Wind、开源证券研究所

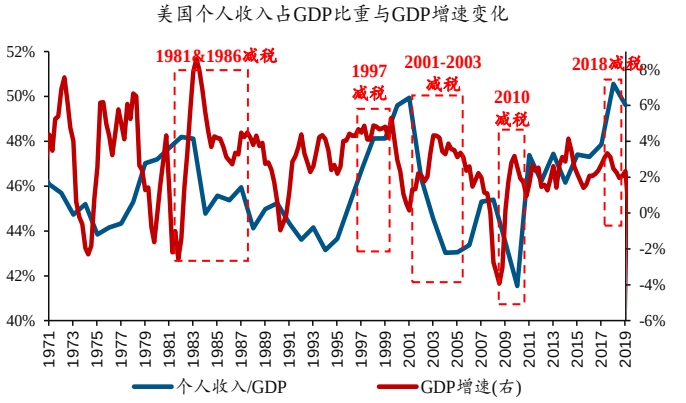
图31：美国教育保健、休闲酒店等中低端服务业的收入水平，远不及制造业



数据来源：Wind、开源证券研究所

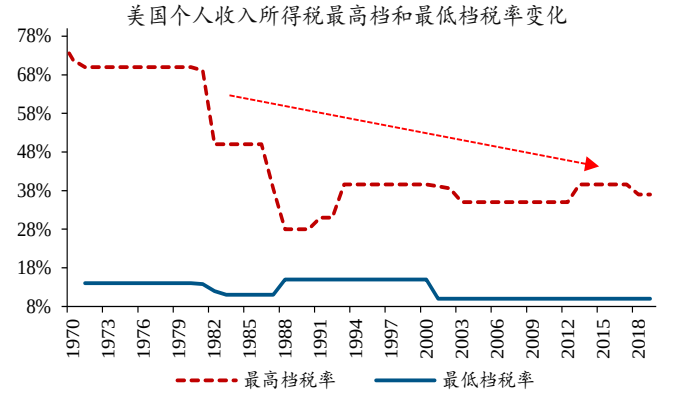
美国贫富差距两极化，受到新自由主义下政府放松管制和税率累计制弱化的“推波助澜”。上世纪 80 年代，里根总统通过放松管制和减税、带领美国经济走出滞胀，使新自由主义取代了凯恩斯主义、成为美国社会的主流思想。新自由主义提升了经济的运行效率，但同时也带来了收入分配的不公平问题。1980 年以来，除了在经济衰退期外，美国政府多次在经济改善阶段实施大规模减税（如 1997 年、2003 年、2018 年）。频繁及多次“不合理”的减税，使美国富人阶层成为最大受益者，后者面临的收入所得税最高档税率由 70%大幅下滑至 37%。

图32：1980 年以来，美国频频实施大规模减税政策



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：频繁的减税，使美国富人成为最大受益者

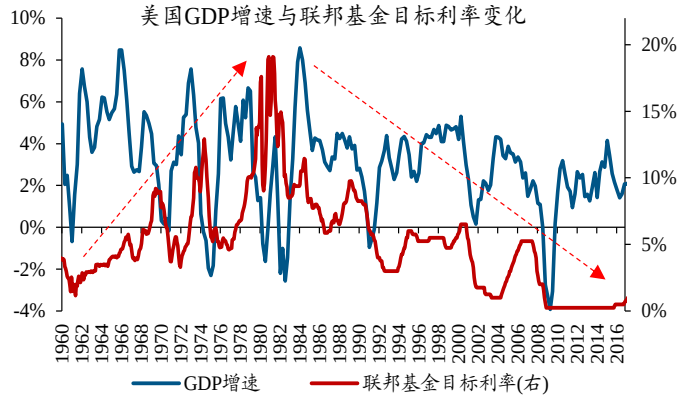


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 持续趋松的金融环境，推高金融资产价格，进一步加剧贫富差距

1980 年以来，除了就业出现“迁移”、政府频繁减税外，美国的金融环境变得越来越宽松。1980 年前后，虽然美国经济的增长中枢基本保持不变，但金融环境出现巨大变化。从美国联邦基金目标利率的走势来看，1980 年前，整体处于上行通道中；1980 年后，自高位的 20%左右“一路”下滑。伴随货币政策越发宽松，1980 年以来，美国 10Y 国债收益率自 15%以上大幅回落，最低下行至 1%以下。

图34：1980 年以来，美国联邦基金目标利率不断下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

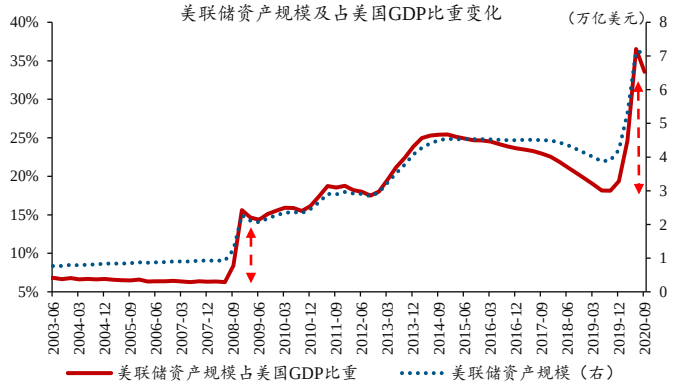
图35：1980 年以来，美国利率环境越发宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

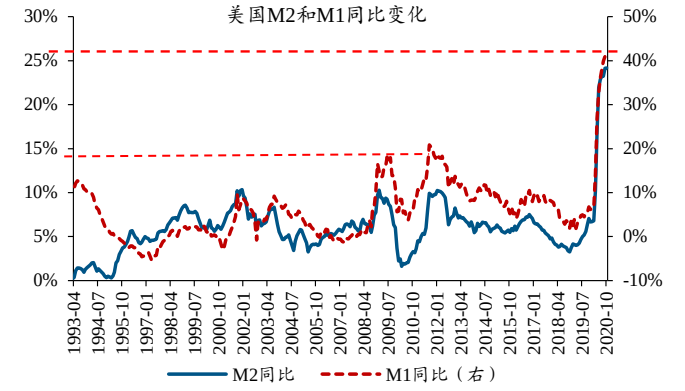
从 2008 年开始，美联储引入量化宽松政策，主动向市场注入天量的流动性，使美国金融环境进一步宽松。2008 年金融危机爆发后，随着联邦基金目标利率降至 0%附近，美联储引入量化宽松政策，通过主动购买资产、向市场快速注入了 1.2 万亿美元的流动性。2010 年至 2014 年，虽然美国经济已经走出衰退、持续复苏，但美联储选择继续实施量宽政策，向市场注入 2.2 万亿美元流动性。2020 年新冠疫情爆发后，面对经济衰退风险，美联储再次开动“印钞机”，1 个月内向市场注入了 3 万亿美元的流动性。美联储一系列的量宽政策，使美国金融环境在 2008 年后进一步宽松。

图36：从 2008 年开始，美联储引入量宽政策



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：量宽政策下，美联储向市场注入了天量的流动性



数据来源：Wind、开源证券研究所

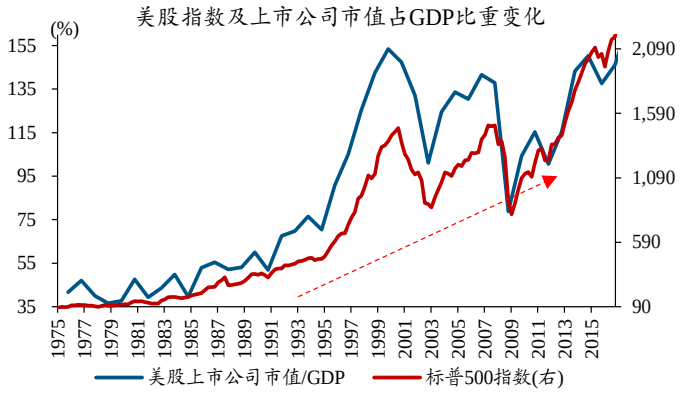
持续趋松的金融环境，推动美国股市、地产等金融资产价格大涨，并逐步改变美国居民的收入结构。从美股的表现来看，随着金融环境不断趋松，美股的估值中枢大幅上移，带动美股指数大涨；美股上市公司的市值占美国 GDP 比重，也由 1980 年的 48%左右显著提升至 2019 年的 150%以上。与美股表现类似，1980 年以来，美国房地产价格持续快速上涨，年均复合增长率达到 6%，高出 CPI 的 4.2%及 PPI2.9%。金融资产价格的大涨，改变了美国居民的收入结构。数据显示，近 40 年来，美国居民收入中来自股息等财产性收入的占比持续提升，而工资等薪酬收入占比大幅下滑。

图38：宽松金融环境，支撑美股估值大幅提升



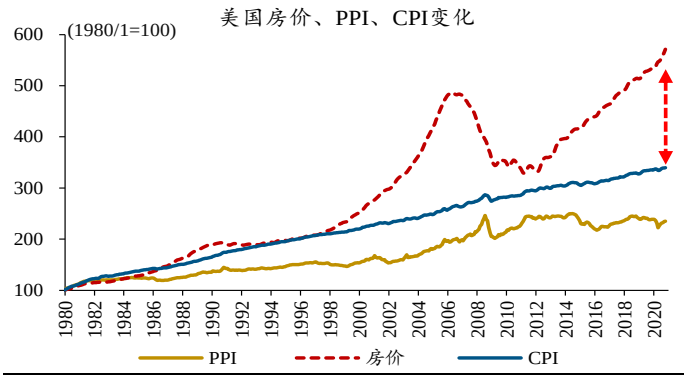
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：宽松金融环境，带动美股上市公司市值/GDP 大增



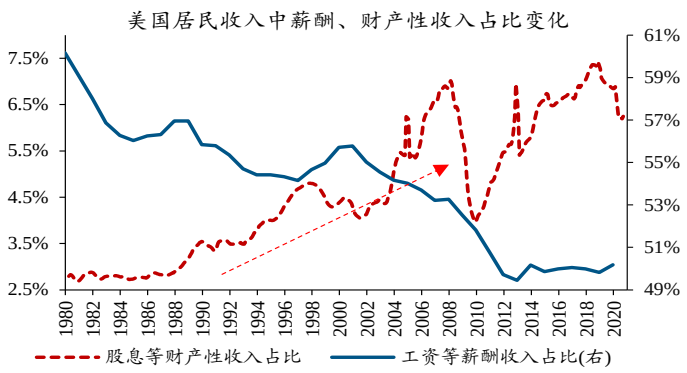
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：宽松金融环境，支撑房地产价格大涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

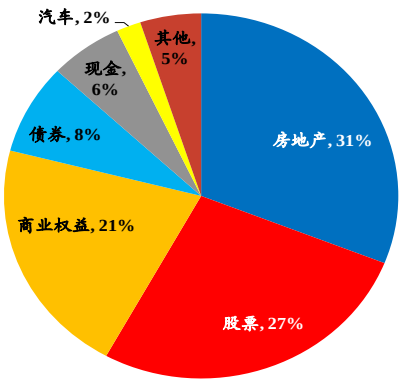
图41：金融资产价格大涨，改变了美国居民收入结构



数据来源：Wind、开源证券研究所

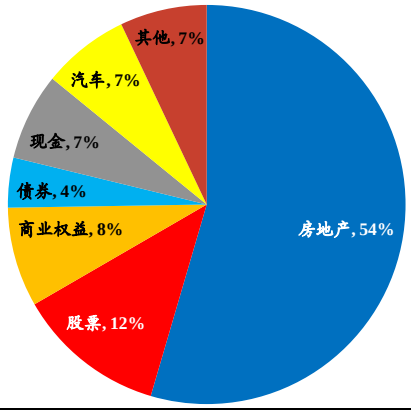
由于富人群体比穷人群体拥有更多的金融资产，后者价格的大幅上涨，进一步加剧了美国贫富差距问题。根据美国劳工统计局的调查，美国前 40%的高收入家庭的资产中，地产、股票、商业权益、债券等金融资产的合计占比高达 87%；与之对应的是，美国后 60%的中低收入家庭的资产中，金融资产占比不到 80%，不包括地产在内的金融资产占比更是不到 25%。由于配置了更多的金融资产，1980 年以来，美国高收入家庭的净资产加速膨胀，与中低收入家庭净资产之比由 3 倍增长至 11 倍。

图42：美国高收入家庭拥有的金融资产更多



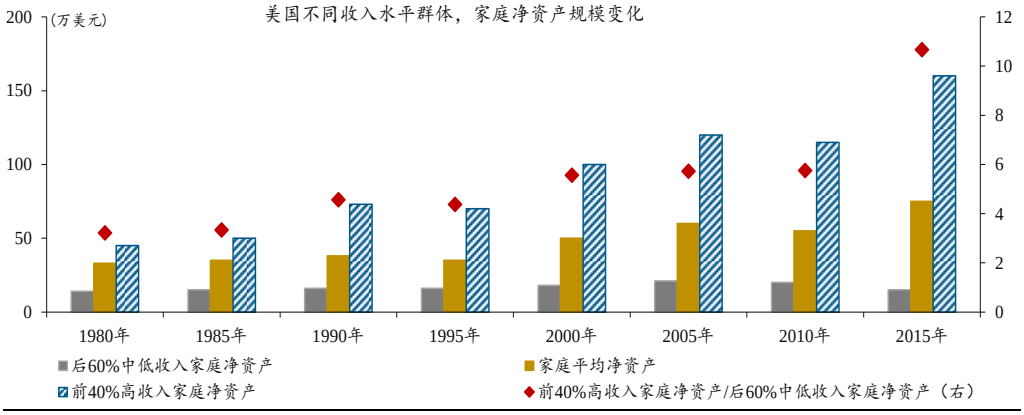
数据来源：BLS、开源证券研究所

图43：美国中低收入家庭拥有的金融资产相对较少



数据来源：BLS、开源证券研究所

图44：1980 年以来，因拥有更多金融资产，美国高收入家庭净资产加速膨胀



数据来源：BLS、开源证券研究所

3、 社会割裂及国会分裂下，拜登或内政难行、外政合纵连横

3.1、 因国会大概率分裂及共和党全面右倾，拜登加税等内政或难落地

从拜登公布的执政纲领来看，他基本延续了奥巴马的执政思路，对内主张加税及增加医疗、绿色基建支出等。不同于特朗普主张大规模减税、大幅放松金融监管、废除全民医保等，拜登支持加税和提高财政支出，主张加强金融监管、推进平价医疗、提高最低工资、增加绿色基建投入等，基本延续了奥巴马的执政思路。在最新的组阁工作中，拜登为更易开展工作，提名了布林肯、克莱恩等多位奥巴马时期的重要官员入阁。**（关于拜登内政及相关影响测算，请参考我们已发布报告《拜登，老牌政客的终极一搏》）**

表1：从政策纲领来看，拜登大体延续奥巴马执政思路，与特朗普存在明显不同

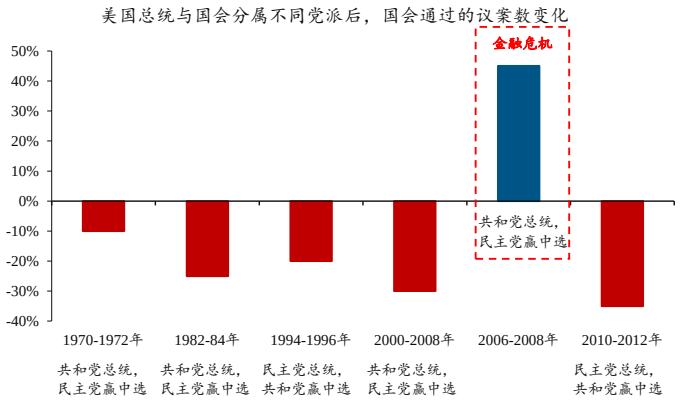
政策类型	拜登政策主张	特朗普政策主张	奥巴马政策主张
财政政策	**税收：**将最高所得税率从 37％提高至 39.6％；对未实现的资本收益征税；将最高企业所得税税率从 21％提高到 28％；对大公司的账面收入征收 15％的最低税率；对年收入超过 40 万美元的人征收社会保险工资税。 **支出：**4000 亿美元的采购投资；研发和突破性技术上进行新的 3000 亿美元投资；为经济弱势地区的企业家提供超 500 亿美元的新股权、风险投资。	**税收**：计划推出减税 2.0 协助美国中产阶级经济增长；将中产阶级所得税税率降至 15%；个税削减的到期时间从 2025 年延长至 2035 年，预计总计将减税 1.4 万亿美元。 **支出**：拟议为公路，桥梁，水路和 5G 无线网络提供 1 万亿美元。	**税收**：向富有阶层增税、向大型金融机构收费；为中产阶级增加抵免和税收优惠；提高资本利得税率上限。 **支出**：推出 8190 亿美元经济刺激方案；推进医疗改革、推动新能源的研发与应用和加强基础设施建设；振兴美国制造业，以出口促就业。
货币政策	修改《美联储法案》，要求美联储定期报告数据和种族经济差距的趋势，以及美联储通过其货币和监管政策采取何种行动来缩小这些差距。	主张废除《多德－弗兰克法案》，放松金融监管。	量化宽松，增加基础货币供给，向市场注入流动性，鼓励开支和借贷；加强金融监管等。
其他社会政策	**卫生保健：**扩大《平价医疗法案》的覆盖范围和支持力度。	**卫生保健：**反对《平价医疗法案》；降低处方药价格及医疗保险费。	**卫生保健：**推行《平价医疗法案》。

人权：从法律、政策、机构多维度铲除系统性的种族主义；维护妇女、残疾人等弱势群体权利。	**人权：**反对各种教育和就业歧视，维护妇女权利。	**人权：**从法律、政策、机构多维度铲除系统性的种族主义；维护妇女、残疾人等弱势群体权利；公开支持同性婚姻。
堕胎：支持堕胎，维护女性权利。	**堕胎：**反对堕胎。	**堕胎：**支持堕胎，维护女性权利。
枪支管制：支持枪支管制。	**枪支管制：**反对枪支管制。	**枪支管制：**支持枪支管制。
教育：提高对大学生补助和就业培训；加大对少数族裔教育服务机构支持。	**教育：**为每个孩子提供学校选择。	**教育：**支持“共同核心”标准；重视基础教育，加大投入。

资料来源：Wikipedia、CNN、DNC、开源证券研究所

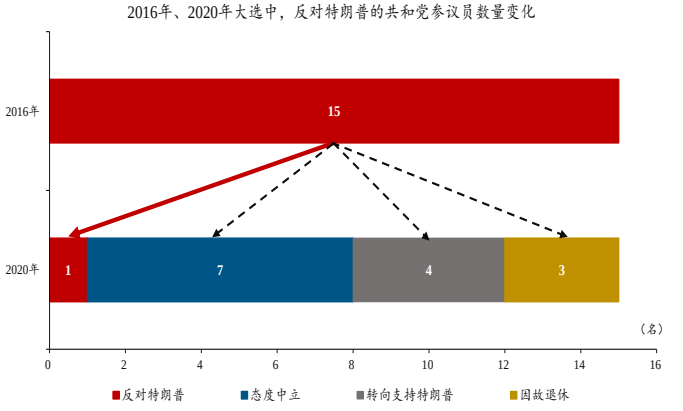
虽然想要推行的内政颇多，但在国会大概率继续分裂，以及共和党高度绑定特朗普、全面右倾格局下，拜登的加税等内政主张较难落地。拜登的税收、医疗、基建等内政主张，需获得国会的批准、才能落地。从历史经验来看，当总统所属的执政党无法控制国会时，受在野党反对影响，总统的内政主张容易“无疾而终”。从新一届国会的情况来看，因共和党在参议院选举中领先，国会大概率继续分裂。不仅如此，过去 4 年，伴随社会割裂加剧的是，共和党在减税等政策主张上，与特朗普保持高度一致、全面右倾。对于拜登而言，共和党在国会的狙击，将使加税等政策较难落地。

图45：国会分裂下，通过的议案数往往大幅下降



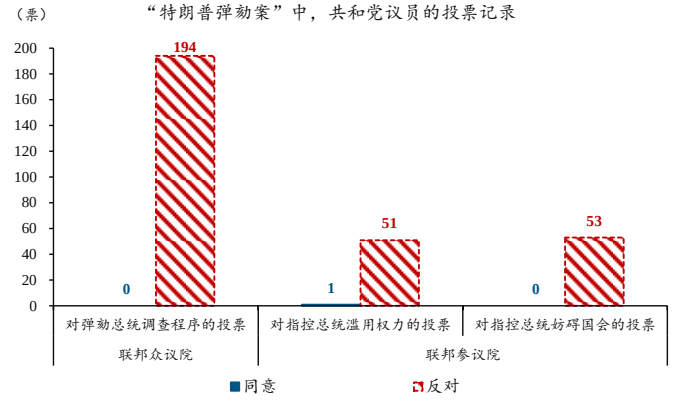
数据来源：US Congress、开源证券研究所

图46：过去 4 年，共和党内反对特朗普的议员大幅减少



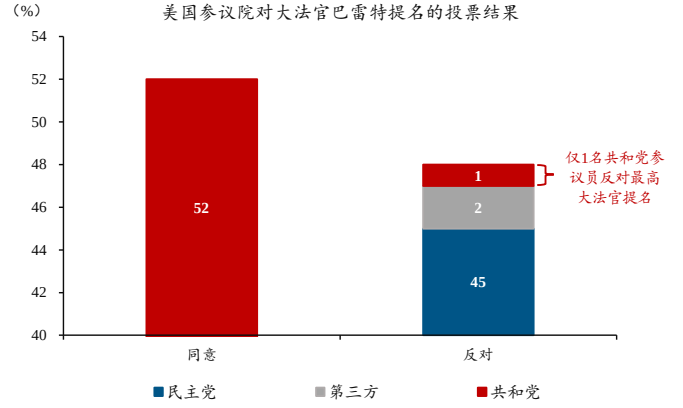
数据来源：US Congress、开源证券研究所

图47：在“特朗普弹劾案”中，共和党议员高度团结



数据来源：US Congress、开源证券研究所

图48：对特朗普的大法官提名，共和党议员高度支持



数据来源：US Congress、开源证券研究所

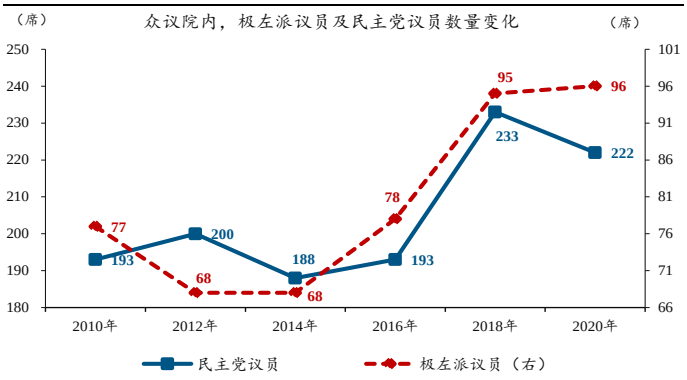
表2：国会分裂背景下，拜登各项政策主张落地前景

领域	拜登政策主张	政策落地的通过标准	国会分裂下，政策前景
税收	废除特朗普政府对公司和富人的减税措施，将富人最高所得税率从 37%提高至 39.6%，将企业所得税率从 21%提高至 28%，征收金融交易税。	审批权归属国会	很难落地
外交、贸易	1、取消对美国企业伤害较大的贸易战； 2、制定一项为期 4 年的 40 亿美元中美洲区域战略； 3、履行伊朗核协议，使伊朗无法获得核武器； 4、推进朝鲜半岛无核化的目标； 5、扩展《新 START 条约》，将其作为美国和俄罗斯之间战略稳定的基础，并用作新军备控制安排的基础。	行政命令	容易落地
医疗	主张平价医疗法案（Affordable Care Act），与私人医保并存；提倡增加税收抵免的价值以降低保费，将覆盖范围扩大到低收入的美国人；保护宪法规定的流产权。	审批权归属国会	很难落地
基础设施	1、建立现代基础设施； 2、在建筑物的能源效率方面进行重大投资，包括完成 400 万次改造和建造 150 万套经济适用房； 3、在清洁能源研究上花费 4,000 亿美元； 4、制定燃油经济性标准以支持电动汽车； 5、恢复电动汽车税收抵免；	审批权归属国会	很难落地
能源环境	支持“绿色新政”环保计划；关注气候变化，主张“清洁能源革命”计划，让美国在 2050 年之前实现 100％的清洁能源经济和净零排放。	行政命令	容易落地

资料来源：拜登竞选官网、US Congress、开源证券研究所

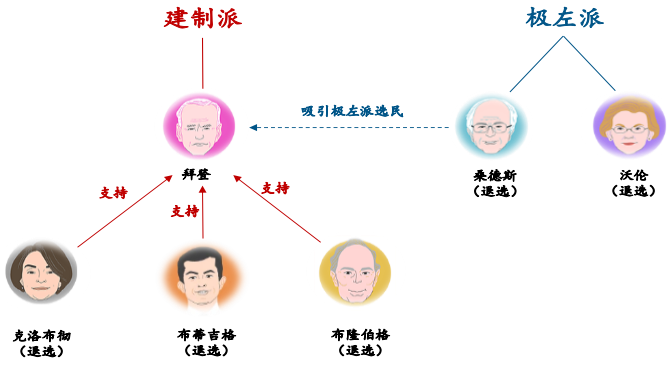
民主党内建制派与极左派的分歧，可能使拜登部分内政推行的难度进一步加大。民主党内有建制派和极左派，前者立场相对温和，后者立场较为激进。2020 年民主党内初选阶段，作为建制派代表，拜登遭遇了极左派桑德斯、沃伦等的强力挑战，选情一度落后。面对极左派势力的壮大，拜登主动示好，通过团结党内各方势力、最终赢得初选。拜登上任后，能否继续获得党内极左派的支持，对他的内政推行影响较大。一方面，极左派在国会众议院中的席位数已接近民主党内的一半。同时，随着拜登未按选前承诺、提名桑德斯等入阁，极左派已公开表达对拜登的不满。

图49：众议院中，民主党极左派势力迅速壮大



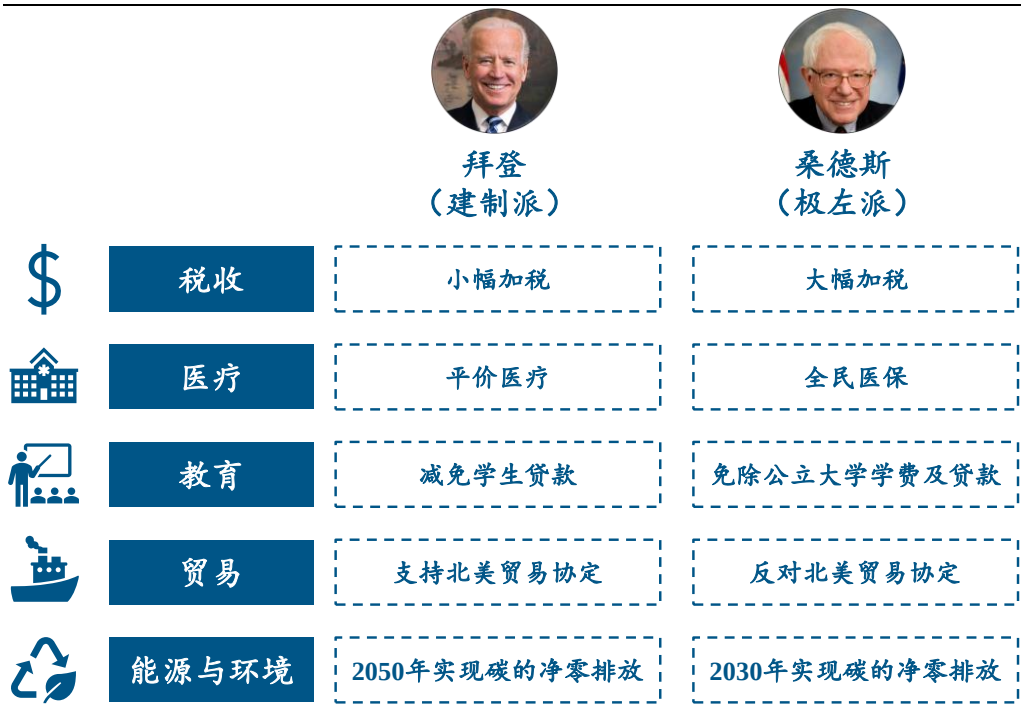
数据来源：US Congress、开源证券研究所

图50：为对抗特朗普，民主党建制派与极左派结成联盟



资料来源：开源证券研究所

图51：政策主张上，民主党内建制派与极左派之间存在分歧

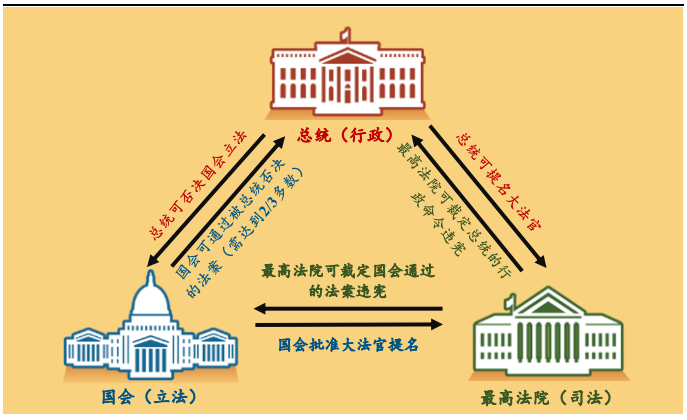


资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

3.2、 拜登执政重心或在外政上，为拉拢中下层选民、立场难言友好

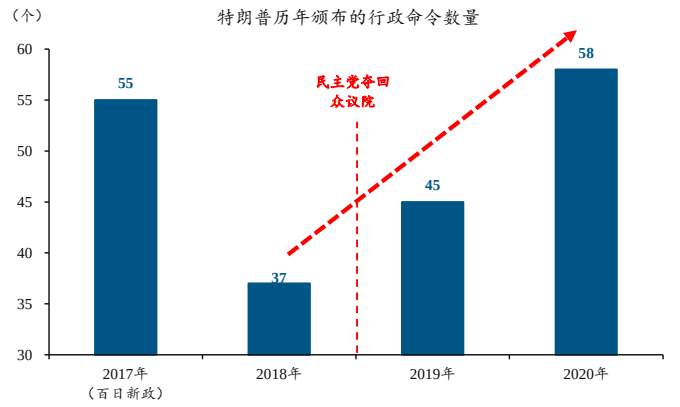
在加税等内政主张较难落地的背景下，拜登上任后的执政重心或在对外政策上。不同于税收、医疗、基建等内政主张，贸易、外交、军事等对外政策的主导权完全归属美国总统。以特朗普为例，2018 年国会分裂后，特朗普执政重心转向对外政策；期间，特朗普通过颁布行政命令，多次对外加征关税、实施金融制裁及发起军事行动等。对于拜登而言，因加税等内政主张难落地，外政或将成为上任后的执政重心。

图52：美国三权分立的体制下，总统行使行政权



资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

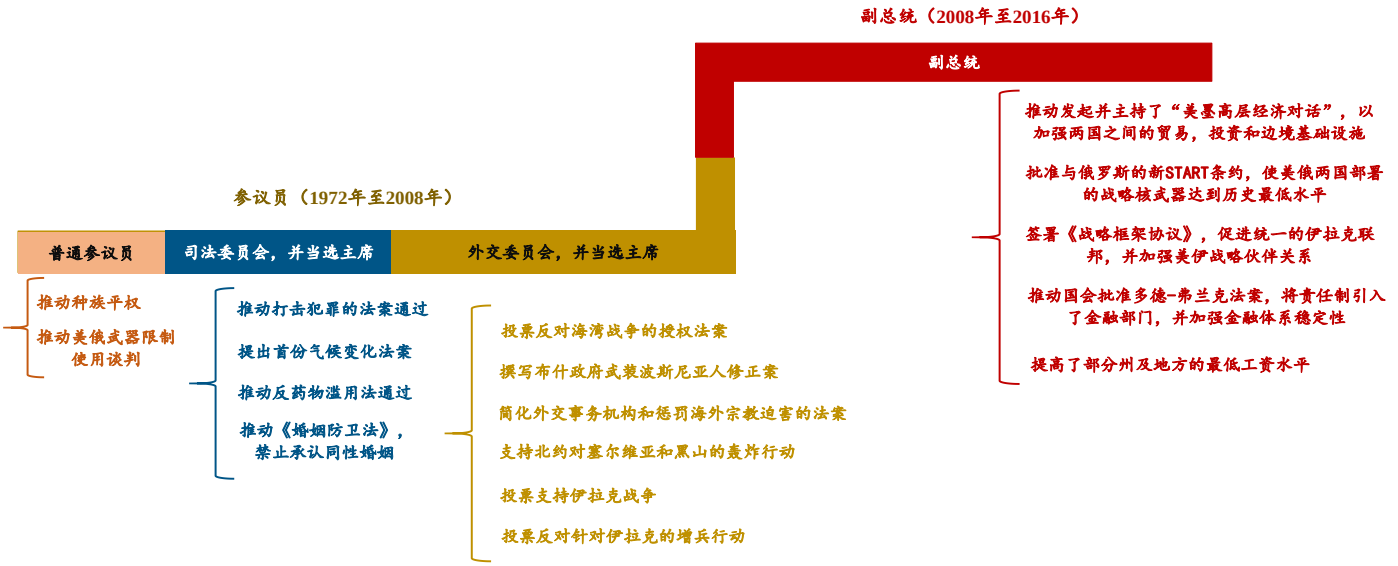
图53：国会分裂后，特朗普颁布的行政命令数量大增



数据来源：Federal Register、开源证券研究所

与特朗普不同的是，拜登是一名老牌政客，在外交领域深耕多年、政绩斐然。拜登是一位老牌政客，曾连续 36 年担任美国联邦参议员，并在 2008 年至 2016 年担任美国副总统。回溯过往的从政经历，拜登在美国外交、军事等领域政绩斐然，所有政策主张均为美国利益服务。例如，担任副总统期间，拜登推动发起了“美墨高层经济对话”，并批准了美俄新 START 条约、签署美伊《战略框架协议》等，在国际上产生了巨大影响。

图54：作为老牌政客，拜登在过去 50 年一直是为美国利益服务，具有巨大的国际影响力



资料来源：《外交事务》（Foreign Affairs）、开源证券研究所

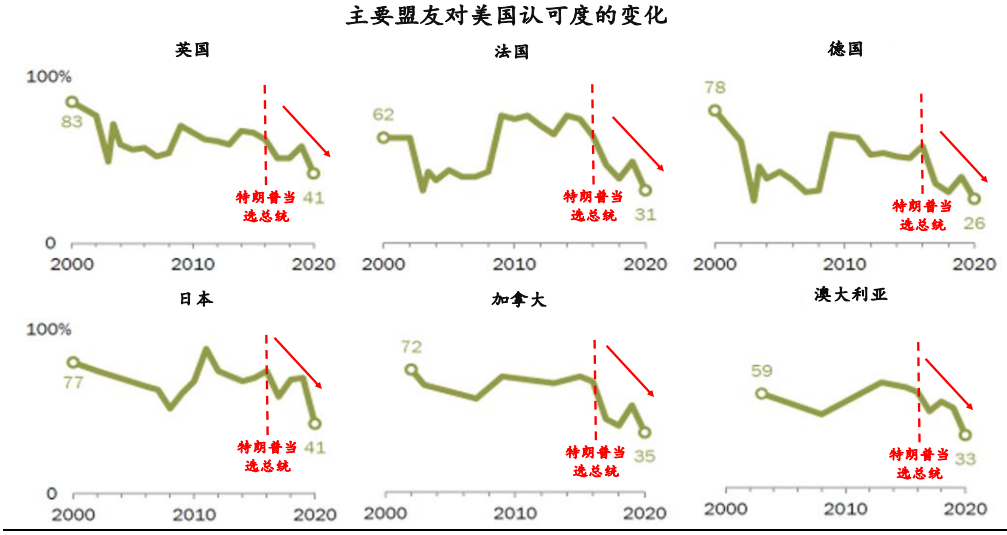
正式上台后，拜登或将快速修复美国与盟友关系，重新强化美国在全球的领袖地位。过去 4 年，因奉行“美国优先主义”，特朗普领导的美国频频对外实施关税制裁等，对盟友的影响力大幅弱化。与特朗普的“美国优先主义”不同的是，拜登主张“美国领导全球”。具体而言，拜登信奉多边主义，强调与盟友合作、使美国保持全球的领袖地位；同时，针对非盟友，拜登主张联合盟友，通过共同制定规则等，约束非盟友的行为、限制非盟友的发展。

表3：对外政策上，拜登主张强化美国在全球的领袖地位

政策类型	拜登政策主张	特朗普政策主张
贸易政策	将重要的供应链重新带回美国；对中国或等削弱美国制造业的国家，采取反倾销税等制裁措施；更改税法，以消除美国关键公司将生产转移到海外的激励措施；减少对中国等竞争对手的依赖，确保美国及盟国的供应链。	美国优先；反对 TPP，推进其保护美国工人的议程；重新签订北美自由贸易协定；为维护国家安全，对他国不公平竞争的贸易行为采取关税措施。
外交政策	永久结束在阿富汗和中东的永远的战争；加强美日韩联盟；扩展美俄军控条约；时刻保持北约的军事能力以及应对突发的反应；推进朝鲜无核化；制裁伊朗，领导伊核协议；重新加入《巴黎气候协定》。	停止无休止的战争并将军队带回家；让盟国支付公平的军费份额；维持和扩大美国无与伦比的军事实力；消灭威胁美国人的全球恐怖分子；建立强大的网络安全防御体系和导弹防御体系。
移民政策	结束特朗普移民政策；移民边境增加人道主义资源；加强边检力度，打击非法移民；更灵活的签证制度。	推行移民禁令，拒绝为非法穿越南部边境的移民提供庇护；修建美墨边境墙。

资料来源：Wikipedia、CNN、DNC、开源证券研究所

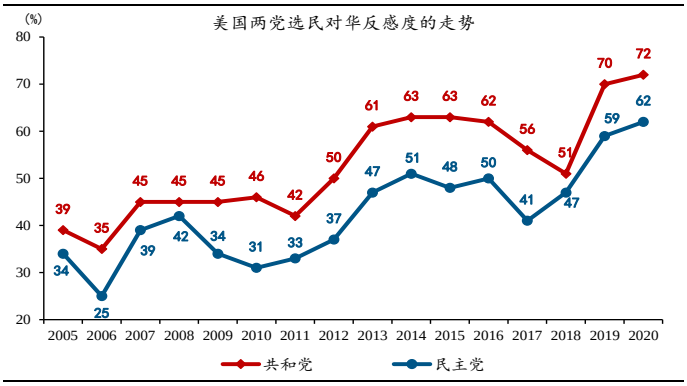
图55：特朗普担任总统期间，美国对盟友的影响力大幅弱化



资料来源：GALLUP、开源证券研究所

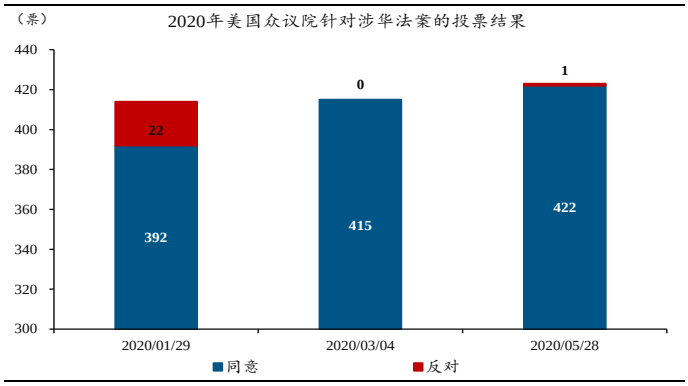
对华政策方面，面对美国国内社会割裂加剧、中下层选民右倾局面，拜登立场难言友好。近年来，美国国内越来越多的中下层选民从支持自由贸易、欢迎移民，转向反对自由贸易、反对移民。为了迎合国内中下层选民偏好，特朗普和共和党率先全面右倾，民主党内也开始着手调整政策路线。在对华政策上，两党更是同时炒作“中国威胁论”，试图将国内社会割裂、贫富差距两极化等归因于中国的发展。此次大选前，拜登在美国著名外交杂志上公开发文，系统阐述了他对华政策的思考。其中，拜登将中国定位为“长期博弈的竞争伙伴”，强调将团结盟友、共同遏制中国的发展。

图56：近 10 年来，美国国内反华情绪不断攀升



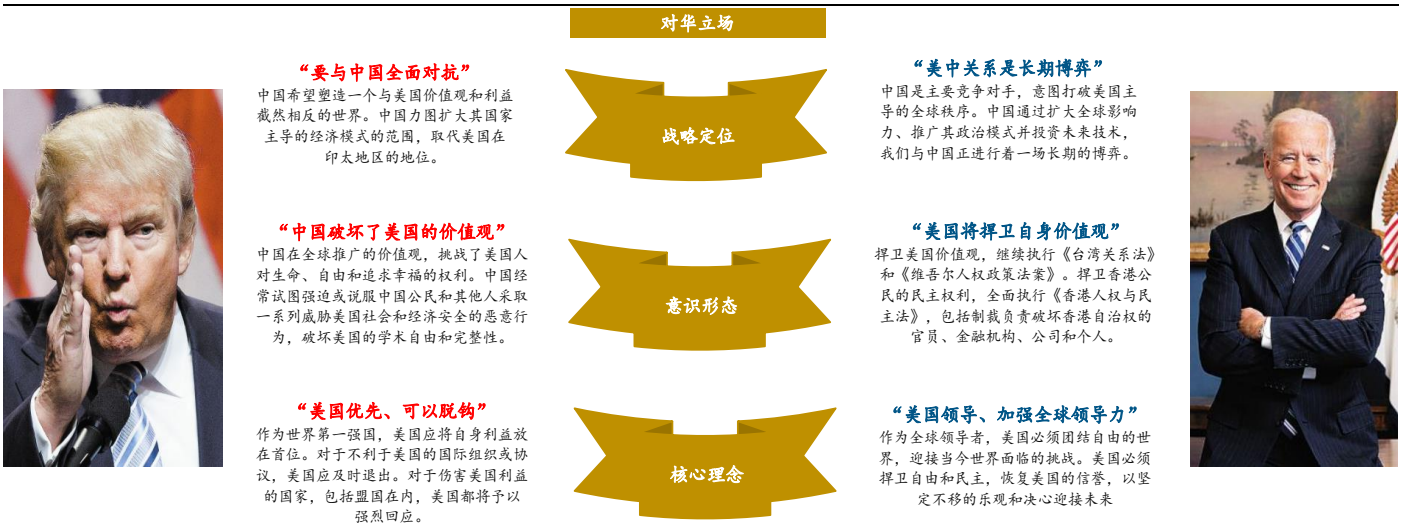
数据来源：GALLUP、开源证券研究所

图57：2020 年，美国众议院高票通过了多项涉华法案



数据来源：US Congress、开源证券研究所

图58：对华立场上，拜登似乎比特朗普温和、但并不友好



资料来源：《外交事务》（Foreign Affairs）、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

1）虽然拜登胜选，但过程非常艰难，在多个关键州仅以微弱优势险胜特朗普，后者获得的总选票数达 7400 多万张、高居历史第二。民主党在国会选举中的表现更是远低预期，不仅未能夺回参议院，还在众议院中被共和党抢走多个席位。

2）拜登险胜及民主党表现“大跌眼镜”背后，是保守派选民占比及对特朗普和共和党的支持率，均创下历史新高，选民意识形态的进一步极化。同时，以低收入、少数族裔为主的中下层选民，对特朗普和共和党的支持率也较 2016 年进一步提升。

3）美国社会割裂持续加剧、中下层民众越发右倾，与贫富差距的两极化关联密切。具体来看，1980 年以来，美国的基尼系数由 40%左右大幅增长至 49%。贫富差距的两极化，使美国社会阶层固化、代际流动性大幅下降。失去奋斗希望的美国中下层民众越发右倾，拥抱反移民、反自由贸易等主张。

4）产业发展失衡、过度自由化、金融环境持续趋松等，共同导致了美国贫富差距越拉越大。一方面，美国制造业发展陷入停滞后，越来越多的中下层民众被迫从事收入水平更低的中低端服务业。同时，新自由主义思潮下的频繁减税，及金融环境持续趋松、带动金融资产价格大涨等，使富人更富、进一步加剧贫富差距问题。

5）展望拜登新政，虽然他提出了加税及增加医疗、绿色基建投入等一揽子新政主张，但因涉及到财政，均需国会批准通过。从新一届国会情况来看，由于共和党在参议院选举中领先，国会大概率继续分裂。同时，随着共和党在过去 4 年高度绑定特朗普、支持减税及增加传统基建等，拜登的加税、绿色基建等政策较难通过国会。

6）由于外交、贸易等外政的主导权完全归属美国总统，拜登在多项内政推行难落地下，上任后的执政重心或在外政上。此次大选投票前，拜登公开撰文、系统地阐述了自己的外政理念。其中，与传统民主党政客一致的是，拜登继续主张美国领导全球；不同的是，面对国内中下层民众越发右倾，拜登强调与盟友国合作，通过制定规则、遏制非盟友国的发展

风险提示

美国党争超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn