总量研究中心

美国大选系列专题之二

宏观经济报告

拜登当选，我们该乐观还是谨慎？

引言：2020 年的美国大选的结果正在变得更加清晰：拜登当选美国总统，共和党控制参议院，民主党控制众议院。根据拜登的竞选主张和民主党的一贯原则，市场普遍认为不确定性消除、刺激法案有望推出、中美关系短期缓和，这在短期推升了市场的风险偏好，“拜登交易”带来风险资产价格的上升。但客观的进行深层次思考后，当前的美国政治格局对中国和资本市场或许还需要保持一份谨慎。

一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转。随着摇摆州宾夕法尼亚州翻蓝，美国民主党候选人乔·拜登已经拿下超出 270 张选举人票，在美国第 46 届总统选举中获胜。与此同时，哈里斯将成为美国历史上第一位有色人种女性副总统。国会大概率将延续当下众议院民主党主导、参议院共和党主导的分裂形势。具体来看，拜登可以获得本轮选票优势主要在于邮寄投票和铁锈地带的反转，而其根源则来自于疫情。首先，由于民主党选民更倾向邮寄选票的方式，所以出现了拜登后来追上的情况。其次，在部分铁锈地带，疫情的发展打败了“美国制造业回流”的口号。

二、即使重新计票，特朗普能够反败为胜的概率较小。特朗普曾表示“不承诺会和平移交权力”，所以对邮寄选票的合法性必然会提出争议。特朗普表示，1）批判媒体的舆论导向，认为帮助拜登急于假装成赢家；2）许多州的计票是非合法的，需要重新计算票数；3）直到他认为所有选票都是合理的被重新计算，不然不会善罢甘休。未来特朗普主要针对的是佐治亚州、宾州和威斯康星州。虽然特朗普申请计票被法院接受通过的概率较大，但我们认为特朗普上诉后能够反败为胜的概率很小。首先，大多数邮寄选票舞弊的指控其实毫无根据，而剩余的少数指控中大多数都显示出违规行为和其他形式的选举不当行为，总体而言美国的投票欺诈率在 10 万分之 4 至 10 万分之 9 之间。其次，复盘 2000 年和 2016 年的大选结果来看，除非存在两者之间票数差距较小，不然即使启动了在全州范围内的重新计票程序，最终效果也有限，而目前特朗普在威斯康星和宾州和拜登之间的差距相差较大。

三、拜登上台政策刺激温和、种族矛盾难以有显著改善、但有望重塑美式价值观。从内政来看，拜登比特朗普能更有效应对疫情，财政政策刺激将会变得相对温和。加税周期至少会在疫情出现明显好转、经济确认进入企稳回升通道、货币宽松政策退出之后才会出现。预计对金融的监管将温和趋严。从贫富差距和种族歧视来看，虽然民主党始终是致力于在不同群里之间寻求利益的平衡，但人口和全球化仍然给这一诉求带来挑战。对外来看，拜登政府希望重塑美式价值观，恢复全球的影响力，其执政期间的政策更遵循一个合乎预期的框架：1）预计拜登上台中美贸易将有所缓和，华关税大概率会被“有条件性”地取消；2）从金融方面来看，拜登对华的金融制裁战略将超过特朗普，局部制裁的可能性较大；3）从科技方面来看，拜登可能会采取“半封锁，半追着跑”的原则。（一边继续对中国实施技术封锁，一边加大美国在科研方面的投入）

四、拜登当选后，我们该乐观还是谨慎？拜登当选后，对市场的利好主要表现在不确定性消除、中美关系缓和和科技行业估值提升三个方面。首先，拜登当选带来的不确定消除，有助于提高整体风险偏好。其次，拜登当选后，中美关系存在一个短期缓和的时间窗口。第三，民主党对待科技行业的态度，有助于整体估值提升。**虽然市场对拜登上台做出了相对乐观、积极的定价，但拜登领导下的美国政府的对华策略并没有明显转变，其中相对友好的策略也不可能没有成本，因此，我们仍需保持相对谨慎。**首先，拜登政府短期推出重大改革法案的难度较高。一方面，特朗普对拜登当选明显“不承认”，更加不会“绅士”的向民主党让渡权力，反而更有可能在政府权力交接当中，出台一些更加激进的措施，这势必对市场产生部分影响。另一方面，分裂的参议院也对民主党政策出台形成掣肘。第二，拜登有关加税和货币收紧的举措能否实施需要重点关注。由于拜登政府在货币和财政方面的宽松力度低于特朗普政府，美国的名义利率、美元指数可能都存在一定的上行压力，这势必会导致金融条件的收紧，从而对整体资产估值产生负向影响。第三，“拜登交易”对中国资本市场的影响强度其实并不高。一方面，即使拜登上台后中美关系短期真的有所缓和，但美国两党对华遏制的大方向并没有发生改变，只是对抗方式有所变化（其实很难判断中国对哪种对抗方式的应对更好）。另一方面，当前中国资本市场更加关注的还是国内的基本面、政策和预期的变化，而盈利定价相对比较充分、流动性和财政难以进一步大幅宽松、市场预期趋于中性是当前中国资本市场比较确定的基本面。

风险提示：

1、短期特朗普政府采取激进措施，导致政府不能以和平手段移交；
2、拜登政府对华的态度并不像市场预期的那么友好，在技术、金融和经贸领域与中国的摩擦进一步升温；
3、新一届美国政府利用国际关系对中国形成围堵，加大中国在经济结构转型、构造新型科技社会的难度。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言：.....3
一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转.....3
二、即使重新计票，特朗普能够反败为胜的概率较小.....8
三、拜登上台政策刺激温和、种族矛盾难以有显著改善、但有望重塑美式价值观.....9
四、拜登当选后，我们该乐观还是谨慎？.....13

图表目录

图表 1：拜登在一些在关键摇摆州反超.....3
图表 2：众议院开票情况.....4
图表 3：参议院开票情况.....4
图表 4：目前剩余选票占比.....4
图表 5：现场投票率呈下行趋势.....6
图表 6：邮寄选票截至时间.....6
图表 7：共和党倾向于现场投票.....6
图表 8：支持特朗普大选当日现场投票.....6
图表 9：威斯康星每日新增病例不断刷新高.....7
图表 10：密歇根每日新增病例不断刷新高.....7
图表 11：主要州可以开启重启计票的标准.....9
图表 12：服务行业复苏缓慢.....10
图表 13：疫情下贫富差距拉大.....10
图表 14：美国拉丁裔人口持续增长.....11
图表 15：拜登（BIDEN）在经济政治上的立场观念.....12
图表 16：美国选举的尘埃落定带动风险偏好回升（风险溢价回落）.....14
图表 17：美国选举结果逐渐清晰带来政策不确定性的回落.....14

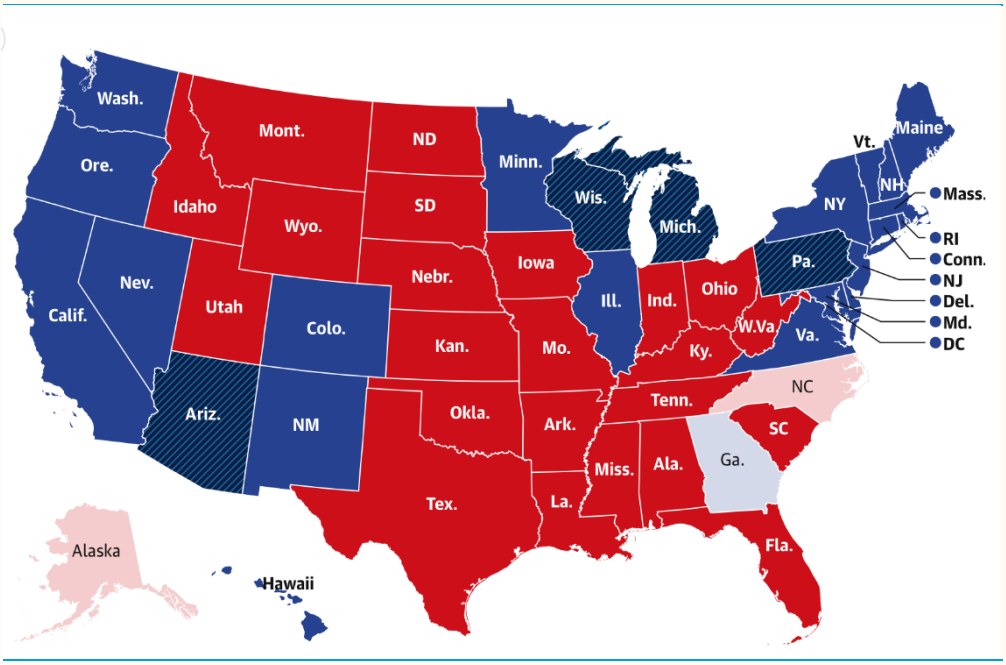
引言：

2020 年的美国大选的结果正在变得更加清晰：拜登当选美国总统，共和党控制参议院，民主党控制众议院。根据拜登的竞选主张和民主党的一贯原则，市场普遍认为不确定性消除、刺激法案有望推出、中美关系短期缓和，这在短期推升了市场的风险偏好，“拜登交易”带来风险资产价格的上升。但客观的进行深层次思考后，当前的美国政治格局对中国和资本市场或许还需要保持一份谨慎。

一、邮寄选票给拜登带来了确定的反转

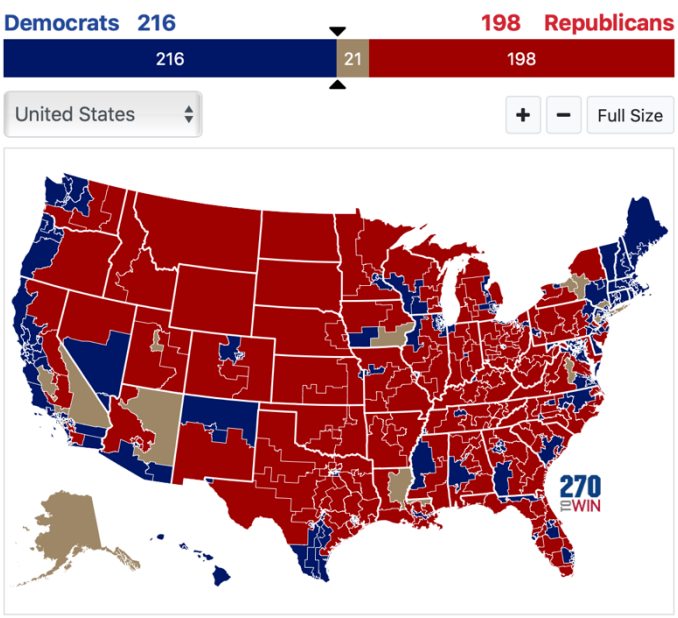
拜登打败特朗普，赢得了美国总统大选。随着摇摆州宾夕法尼亚州翻蓝，美国民主党候选人乔·拜登已经拿下超出 270 张选举人票，在美国第 46 届总统选举中获胜。美联社（Assocaited Press）于美东时间周六上午 11 点 25 分称，在宾州 99%的选票已经清点完毕的情况下，拜登赢得了 290 票，超过赢得白宫所需的 270 票。拜登在周六选举结果公布后发声明表示“面对前所未有的障碍，再次证明了民主在美国心脏深处”。与此同时，哈里斯（Kamala Harris）将成为美国历史上第一位有色人种女性副总统。从党派来看，当前参议院两者不相上下，众议院民主党可能随着邮寄选票开票进程占优，国会大概率将延续当下众议院民主党主导、参议院共和党主导的分裂形势。

图表 1：拜登在一些在关键摇摆州反超



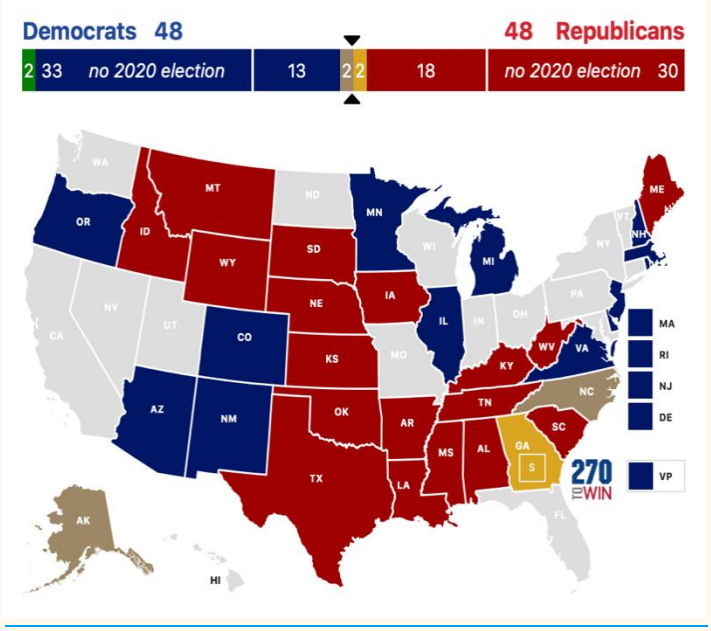
来源：The Guadian，国金证券研究所

图表 2：众议院开票情况



来源：270towin，国金证券研究所

图表 3：参议院开票情况



来源：270towin，国金证券研究所

从摇摆州整体情况来看，拜登在一些州最终实现反超。截至 8 号，根据 The Guadian 公布的数据显示，佐治亚州现在全部解票，特朗普和拜登票数比从 5 号的 49.7%和 49.1%到最终 49.3%和 49.5%，拜登反超获得该州 16 张候选人票；北卡现在全部解票，特朗普和拜登票数比最终为为 50.1%和 48.7%；宾州现在全部解票，特朗普和拜登票数最终比为 49.1%和 49.7%，差距从 4 号特朗普领先 12%到目前拜登反超已获得宾州的 20 张候选人票；内华达现在全部解票，在该州一直保持领先的拜登最终以 2.2 个百分点的优势获得胜利。

图表 4：目前剩余选票占比

州	剩余选票占比	剩余选票	最终差距	目前领先	总览
佐治亚（Georgia）	已全部解票	——	+9,160	拜登	长期以来，乔治亚州一直是共和党的大本营，但由于黑人选民的不断增加，最近变得更像是一个战场州。在 2018 年的州长选举中，共和党人布莱恩·坎普(Brian Kemp)仅以 1.4 个百分点的优势击败了民主党人斯泰西·艾布拉姆斯(Stacey Abrams)。
北卡(North Carolina)	已全部解票	——	+75,371	特朗普	北卡罗来纳州历来倾向共和党，但近年来竞争日益激烈。该州最近的投票模式反映了全国范围内更加两极分化的趋势，城市更倾向于民主党，而农村地区则更倾向于共和党。
宾州（Pennsylvania）	已全部解票	——	+37,355	拜登	在 2016 年大选中，宾夕法尼亚州是向川普倾斜的最大州之一。特朗普仅以 0.7 个百分点的优势赢得了该州，这是自 1992 年以来该州首次转为共和党。
佛罗里达（Florida）	已全部解票	——	+374,500	特朗普	自 1964 年以来，佛罗里达州除了一次总统选举外，在其他所有的总统选举中都选了最终的获胜者。它也是人口最多、选举人团票数最多的摇摆州。
密歇根（Michigan）	已全部解票	——	+135,605	拜登	川普在 2016 年仅以 0.2 个百分点的优势赢得密歇根州，这是所有州中差距

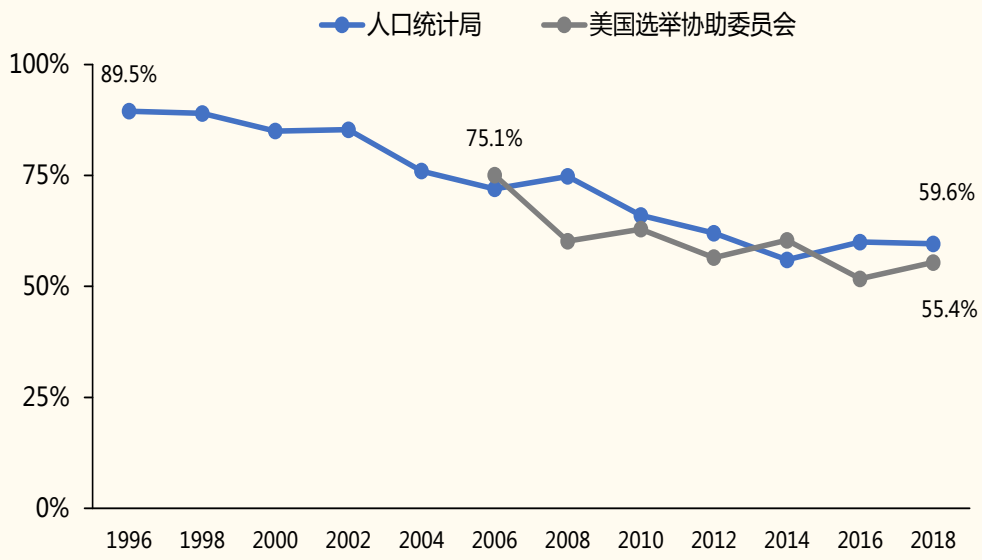
					最小的。在此前的六次选举中，该州始终把票投给了民主党。
威斯康星（Wisconsin）	已全部解票	——	+20,534	拜登	从 1988 年到 2012 年，威斯康星州在所有的总统选举中都支持民主党候选人，尽管有时差距非常小。2016 年，尽管特朗普在民调中处于劣势，但他还是成功扭转了这个局面。
亚利桑那（Arionza）	已全部解票	——	+79,173	拜登	亚利桑那州上次选举民主党总统是在 1996 年，但随着拉美裔在选民中所占比例的增加，该州的竞争日益激烈。

来源：The Guadian, 国金证券研究所

拜登能够获得本轮选票优势主要在于邮寄投票和铁锈地带的反转，而其根源则来自于疫情。我们在《2020 年美国大选的"变"与"不变"-疫情背景下的党政分化和世界格局变迁》中提过，疫情是本轮大选的最主要主线，也是今年最大的变量。受疫情的影响，美国所有州均放开了邮寄投票限制，由于邮寄选票耗时时间较久，一般周期为一个月左右，所以如果选民能够在 10 月 3 号之前邮寄出选票，那么能够在大选之日之前得到确认。但由于本轮大选邮寄选票占比大幅激增，已有好几个州同意将邮寄选票的截至日往后挪，所以导致本轮大选能够出结果的时间点也往后挪。

1）由于民主党选民更倾向邮寄选票的方式，所以出现了拜登后来居上的情况。首先，从历史情况来看，邮寄选票率呈持续上涨的事态，而现场投票呈下行。根据人口普查局的选举调查，1996 年高达 89.5%的选民在选举当日现场投票，但这一比重逐年下滑，自 2014 年以来，每个选举周期的现场投票率均在 60%以下；同样，美国选举协助委员会调查收集的数据显示选民在选举日当天现场投票的比率从 2006 年的 75.1%下降到 2018 年的 55.4%。**其次，疫情加速了邮寄选票的上升趋势。**民主党选民比起共和党选民对疫情的重视程度较高，认为聚集性现场投票可能会导致新冠传染率上行，所以更倾向于邮寄投票，而共和党选民对疫情的重视程度较低，且部分是特朗普的死忠粉，所以更倾向于现场投票。根据民调数据显示，将近 68%的共和党选民倾向于现场投票；而民主党选民中，超过 55%支持邮寄投票。所以出现了本轮大选出现起初特朗普领先于拜登，但随着邮寄选票的开票，拜登在主要几个摇摆州的支持率出现大幅上涨，最终结果出现了反转。

图表 5：现场投票率呈下行趋势



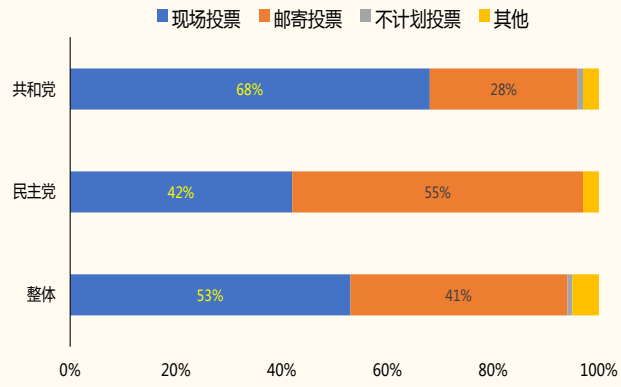
来源：美国人口统计局、美国选举协助委员会，国金证券研究所

图表 6：邮寄选票截至时间

	邮寄选票截止时间（美国东部时间）
北卡罗来纳州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 12 日寄达的邮寄选票
宾夕法尼亚州	选票在 11 月 3 日晚上 8 点之前寄出，11 月 6 日下午 5 点之前到达
内华达州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 10 日寄达的邮寄选票
佐治亚州	11 月 3 日晚 7 点前寄达
爱荷华州	如果邮戳日期不晚于 11 月 2 日，接受最晚 11 月 9 日寄达的邮寄选票
得克萨斯州	如果邮戳日期不晚于 11 月 3 日，接受最晚 11 月 4 日寄达的邮寄选票
俄亥俄州	如果邮戳日期不晚于 11 月 2 日，接受最晚 11 月 13 日寄达的邮寄选票
佛罗里达州	11 月 3 日晚 7 点前寄达
威斯康星州	11 月 3 日晚 8 点前寄达
新罕布什尔州	11 月 3 日晚 8 点前寄达
亚利桑那州	11 月 3 日晚 7 点前寄达

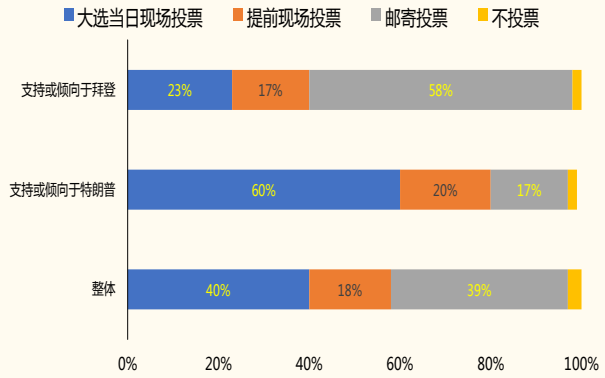
来源：ballotpedia，国金证券研究所

图表 7：共和党倾向于现场投票



来源：Pewreasearch，国金证券研究所

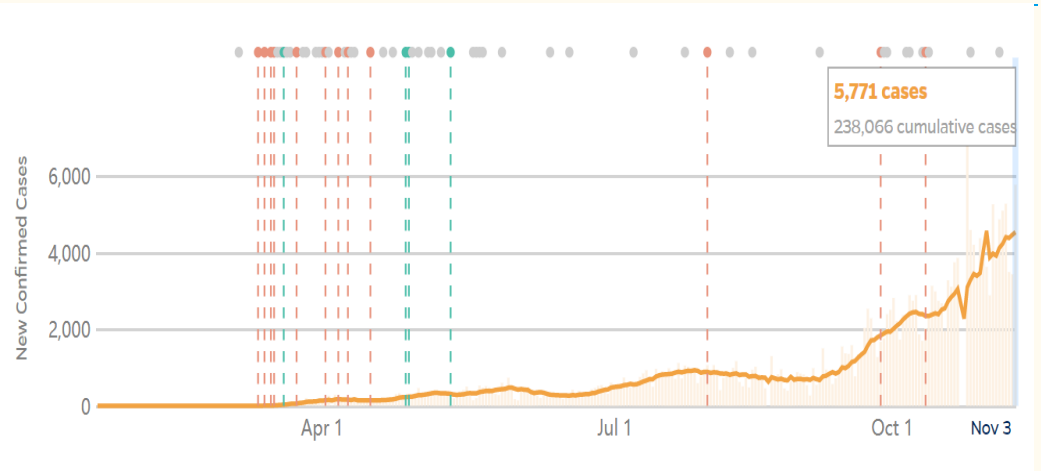
图表 8：支持特朗普大选当日现场投票



来源：Pewreasearch，国金证券研究所

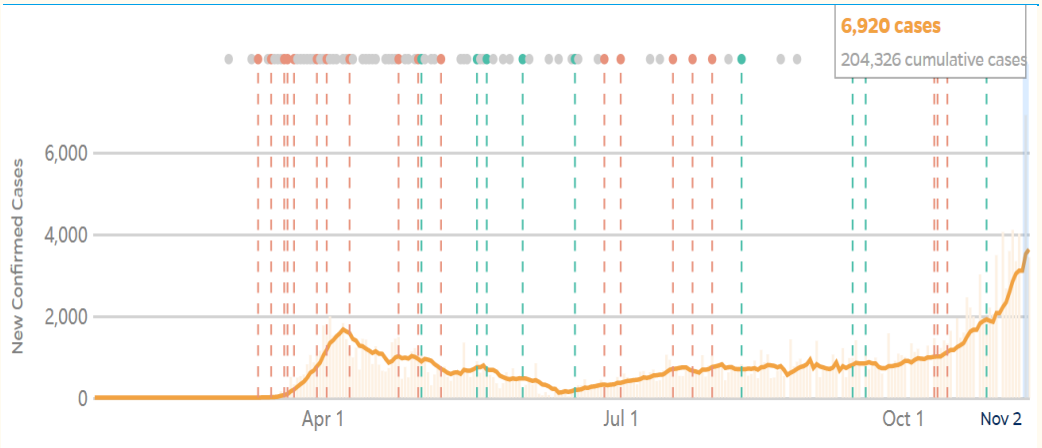
2）在部分铁锈地带，疫情的发展打败了“美国制造业回流”的口号。从历史上来看，铁锈地带横跨了美国中西部和东北部的五大湖区，其中包含了宾夕法尼亚州、俄亥俄州、密歇根州、印第安纳州、伊利诺伊州、威斯康辛州、西弗吉尼亚州以及纽约的部分地区。在 20 世纪初期时，这些州是全球煤矿、钢铁生产、重工业和制造业中心。但随着国外的廉价的钢铁涌入美国市场，对当地的钢铁形成了挤兑，其实也就是全球化使得他们丧失了原有的优势。特朗普是 1980 年代以来首个赢得“铁锈地带”的共和党候选人，主要原因是特朗普在 2016 年竞选时就表示要求美国制造业回流，成为了其在 2016 年能够成功反转的关键。而为了能够兑现其承诺，在特朗普任职之后，随即出台了对外国钢铁产品展开“是否危害美国国家安全”的“232 条款调查”，至此后特朗普撑起了反全球化的主要旗帜。但随着 2020 年开局，疫情的横扫以及威斯康星 8 月黑人被警察被警员多次开枪射伤事件，特朗普的不作为使部分铁锈地带居民出现倒戈的迹象。

图表 9：威斯康星每日新增病例不断刷新高



来源：JHU，国金证券研究所

图表 10：密歇根每日新增病例不断刷新高



来源：JHU，国金证券研究所

二、即使重新计票，特朗普能够反败为胜的概率较小

特朗普曾表示“不承诺会和平移交权力”，所以对邮寄选票的合法性必然会提出争议。截至本周六，美国多家主流媒体均表示民主党候选后拜登已经赢得了选举，但特朗普方面，目前未在官网承认败选，并发出声明表示， 1）批判媒体的舆论导向，认为帮助拜登急于假装成赢家；2）许多州的计票是非合法的，需要重新计算票数；3）直到他认为所有选票都是合理的被重新计算，不然不会善罢甘休。从理论上说，根据美国相关的法律和条例，在选民投票日 11 月 3 日到 12 月 8 日之间的计票期，特朗普可以提出邮寄投票存在舞弊情况，让司法部下令停止统计邮寄投票、最终将诉讼交到最高法院。

未来特朗普主要针对的矛头是佐治亚州、宾州和威斯康星州。佐治亚州目前已全部解票，特朗普和拜登票数比从 5 号的 49.7%和 49.1%到最终 49.3%和 49.5%，考虑到两者差距微小，拜登仅领先 9,160 张选票，佐治亚州决定重新计票，与此同时将调查大选中是否存在违规行为。从威斯康星来看，拜登和特朗普在威斯康星州开票率达到 98%的情况下的得票率为 49.6%和 48.9%，相差 0.7%，由于该州邮寄选票的截止时间为大选当日晚 8 点，因此民主党的邮寄选票已接近最大数量，2 万张的票数差距使得特朗普认为可能会在重新计票后得到修正。从宾州来看，特朗普在声明中特意指出，由于他们的竞选观察员在宾州没有被允许观看计票过程的访问权限，所以需要重新结算票数。实际上在计算宾州选票中，随着特朗普选情的逐渐失利，共和党已经提出质疑，要求最高法院介入。在 11 月 6 日，美国最高法院受理此事，下令要求宾夕法尼亚州的所有部门，把选举日之后的选票单独统计，但对结果并没有起到实质性的影响，预计后续特朗普仍然会试图寻找大选“欺诈”的证据。

虽然特朗普申请计票被法院接受通过的概率较大，但我们认为特朗普上诉后能够反败为胜的概率很小。根据规定，特朗普可在 12 月 8 日前，向联邦法院上诉、申请重新计票，而且由于之前大法官金斯伯格突然离世，目前美国最高法院中保守派大法官人数超过自由派，看似对特朗普形成利好。但是我们认为拜登上台仍是大概率事件。**首先，**邮寄选票舞弊的指控很难成立，而剩余的少数指控中大多数都显示出违规行为和其他形式的选举不当行为，总体而言美国的投票欺诈率在 10 万分之 4 至 10 万分之 9 之间。美国布伦南司法中心表示，实际上，许多所谓的欺诈行为都是选民或管理人员的失误，邮寄选票是在冠状病毒大流行期间进行选举的安全和必要条件。**其次，**从 2016 年来看，当时特朗普曾以超过 2 万票的优势在威斯康星州击败了他的民主党对手希拉里，之后该州启动了在全州范围内的重新计票程序，但最终效果也有限。另外，复盘 2000 年小布什和戈尔的大选，在全美只剩佛罗里达没有完成计票的情况下，戈尔拿到了 255 票，小布什拿到了 246 票，两者差距并不大。但从目前的摇摆州情况来看，特朗普在威斯康星和宾州和拜登之间的差距相差较大。

图表 11：主要州可以开启重启计票的标准

	自动重新计票	要求重新计票标准
威斯康星州	没有自动重新计票	受害方可以要求重新计票，要求是差距小于 1%
佐治亚州	没有自动重新计票	候选人可以要求重新计票，要求是投票率差小于或等于 0.5%
内华达州	没有自动重新计票	候选人可以要求重新计票
宾夕法尼亚州	自动重新计票如果投票率差小于或等于 0.5%	候选人可以要求重新计票
北卡罗来纳州	没有自动重新计票	候选人可以要求重新计票，要求是票数差小于或等于 10，000 票或投票率差小于或等于 0.5%

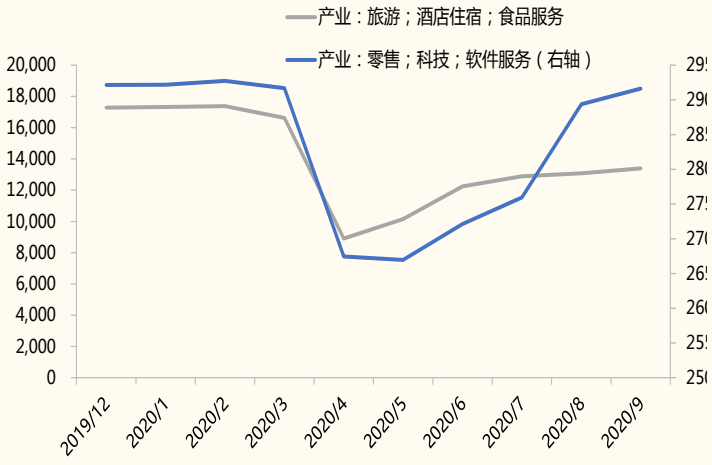
来源：ballotpedia，国金证券研究所

三、拜登上台政策刺激温和、种族矛盾难以有显著改善、但有望重塑美式价值观

从内政来看，拜登比起特朗普能够更有效应对疫情，财政政策刺激将会变得相对温和。拜登曾经在竞选纲领以及多个公开场所批评特朗普防疫不当，由于民主党对疫情态度更为重视，更希望可以平衡经济的开放程度和疫情的防控。这也意味着在美国疫情第三波还在不断攀升，没有明显放缓的背景下，拜登政府在限制公共场合、保持社交距离的同时，会对经济形成一定的打击，所以就需要一定的财政刺激，财政政策的投向主要针对新能源、智慧城市、道路与水利工程等的基建刺激计划。**首先，**包括一项应对气候变化的 2 万亿美元计划，为确保在 2050 年之前美国实现 100%的清洁能源经济，并达到净零碳排放。**其次，**宣布重新加入《巴黎协定》，并号召更多地国家加入其中。新能源动力方面，未来十年内对能源、气候的研究与创新，以及清洁能源的基础设施建设（风电+光伏）进行 4000 亿美元的投资，并专门设立专注于气候的跨机构高级研究机构 ARPA-C，制定有针对性的计划，目标到 2030 年将海上风能增加一倍。**第三，**恢复全额电动汽车税收抵免，推动电动汽车推广。拜登将倡导的绿色能源战略主要从美国联邦层面推进到美国各州、市政府层面，进而对世界其他地区产生的协同效应。但在分裂国会下，可能会和共和党达成部分协议，通过加强在传统基建项目，如增加对公路、铁路、桥梁、宽带、水利工程的投资力度，以换取对新能源方面的社会支出，但预计整体刺激数额可能相对有限，对总需求的刺激力度料偏弱。

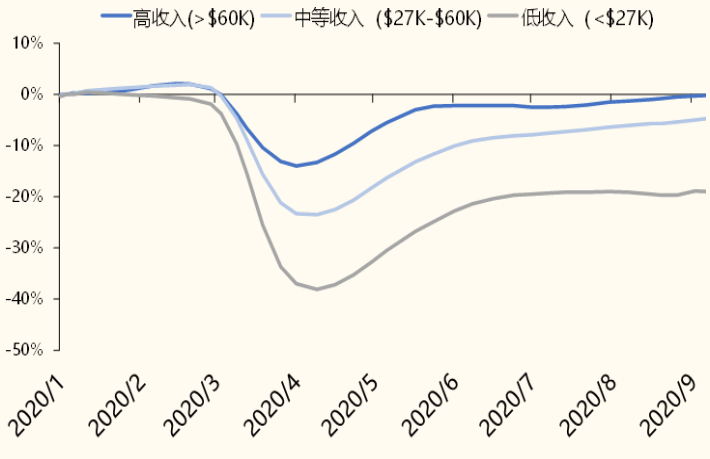
加税周期将会出现在疫情出现明显好转、经济确认进入企稳回升通道、货币宽松政策退出之后。我们在美国三季度 GDP 点评出指出，美国经济的“K”型复苏下的冰火两重天仍将持续，这也意味着宏观经济中脆弱部门的相关溢出效应可能会导致经济复苏放缓，与此同时美国疫情的第三波还在持续攀升中。美联储发布的 11 月议息会议声明中表示维持基准利率不变，另外还表达了需求疲软以及低通胀问题给美国前景带来的威胁，所以如果大选出结果后财政刺激方向仍然不明朗，即使民主党对货币政策偏鹰，美联储会仍然会呈相对开放的态度，保持货币政策灵活度。在这种整体经济低迷的宏观背景下，预计拜登上台后不太会立刻开启加税周期，另外在分裂的国会的背景下，税率的上升也相对有限，从而减少对企业信贷质量和企业杠杆率的负面影响。

图表 12：服务行业复苏缓慢



来源：Opportunity Insights，国金证券研究所

图表 13：疫情下贫富差距拉大

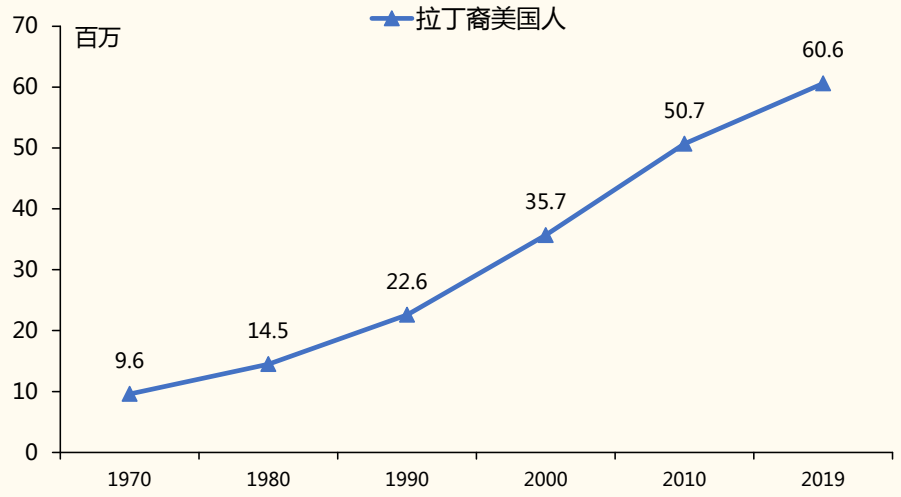


来源：Opportunity Insights，国金证券研究所

预计对金融的监管将温和趋严。受 08 年金融危机启示，奥巴马政府强化金融监管体系建设并出台沃尔克规则和《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，但特朗普上台后，批判该法案约束了华尔街在国际金融体系中的竞争能力，认为应该大力放松金融监管。在 6 月 25 日，美联储以 4-1 投票通过对沃尔克规则的修改，允许银行增加对创业投资基金等的投资，与此同时美国监管部门还取消了银行在与下属机构交易互换等衍生品时必须持有保证金的要求，遭到民主党的表示强烈抗议。预计拜登上台后，民主党希望可以回归奥巴马时代，采取金融监管措施，但是拜登在竞选活动中曾表示支持创建公共信用报告机构，消除信用评分方面的种族歧视，能够进一步扩大贷款的范围。整体来看，拜登还是以经济复苏为首要条件，预计短期后续对金融的监管温和中略带趋严。

从贫富差距和种族歧视来看，虽然民主党始终是致力于在不同群里之间寻求利益的平衡，但人口结构和全球化仍然给这一诉求带来挑战。从历史来看，自 1960 年代以来，肯尼迪和约翰逊政府推出的“新政”和“公平施政”的改革，民主党重新获得了除了自由派白人以外，蓝领和非洲裔的绝对支持，但这两个群体在在利益诉求上基本呈反向逻辑。两个群体之间的种族矛盾在互相约束之下，随着不同的经济周期和两党执政领导人在政策选择的倾向，呈现出不同的摆动。但当前美国人口结构和全球变迁无疑在给民主党追求利益平衡的道路上提出更严峻的挑战。**首先，**党派的意识型态以及对政策的侧重度可能会随着选票发生改变。拉丁裔人口的持续上涨势必推动民主党执政人对该群体的重视，而可能忽略非洲裔的重要性，美国人口普查局(U.S. Census Bureau)最新公布的人口估计数据显示，2019 年，美国拉美裔人口达到创纪录的 6060 万，较前一年增加 93 万，较 2010 年的 5070 万有所增加。在 2010 年至 2019 年，拉美裔占美国总人口的比例从 16%上升到 18%。在此期间，拉美裔占美国人口增长的大约一半(52%)。不同于非裔选民大多数倒向民主党的固化事态，该名族内部存在差异，以及宗教等问题会带来一定的跨党性，促使民主党执政进入一个多面困难的局面。**其次，**民主党追求经济全球化，但配合着产业的变迁，无法保证部分群体的利益。全球化带来的高新技术产业化应用对本土蓝领群体收入产生负面的影响，蓝领群体大部分为中产阶级，中产阶级的资产缩水势必会拉大贫富差距。

图表 14：美国拉丁裔人口持续增长



来源：Pewreasearch，国金证券研究所

对外来看，拜登政府希望重塑美式价值观，恢复全球的影响力，其执政期间的政策更遵循一个“合乎预期”的框架。共和党希望利用关税制裁等“贸易战”方式迫使中国市场加快落实自由化和市场改革，加速与中国“脱钩”，以此来推动制造业回流。在科技方面，通过加大对中国科技市场打压，来阻止其快速发展。相比之下，民主党强调在竞争中维持合作，加强与盟友之间的合作而不是坚持当前的“美国优先”政策、希望能够重塑美式价值观的吸引力，批判使用关税武器，更加倾向于通过团结盟友向中国施压。在科技方面，认为比起一味打压，应该与中国展开正面竞争，利用美国科技引导技术运用维护美国知识产权。

1）**预计拜登上台中美贸易将有所缓和，对华关税大概率会被“有条件性”地取消。首先，**拜登曾多次批评特朗普对华加税，认为对中国的加税也对部分美国群众产生负面影响。拜登在今年的《外交事务》杂志上曾发表《为何美国必须再次领导世界》一文，详细阐述了他的世界观，在中国议题上，表示美国要想在未来与中国或其他任何国家的竞争中取胜，就必须增强其创新优势，团结世界各地民主国家的经济力量，打击滥用经济手段，减少不平等现象，认为特朗普政府对华的重度施压并强烈要求盟友选择“选边站”的做法并不恰当，更加倾向于修复盟友关系，通过强调价值观来对华维持竞争和必要合作的战略调整。**其次，**和特朗普相比，拜登对于贸易逆差的偏执没有那么深刻，但是特朗普之前对中国的关税确实可以成为拜登上台之后对华的筹码，可能会通过在贸易谈判中加入更多环保、劳动权益、人权和外交等方面的交换条件，来换取目前对华关税的取消。

2）**从金融方面来看，拜登对华的金融制裁战略将超过特朗普，局部制裁的可能性较大。**2020 年 4 月，美国参议院司法委员会主席林德赛·格雷汉姆（Lind-sey O. Graham）在接受媒体采访时公开表示，美国应当取消中国持有的巨额美元国债、对中国征收“疫情税”（pandemic tariff）并对中国相关官员实施金融制裁。另外在 6 月 4 日，白宫发布《保护美国投资者免受中国企业重大风险的备忘录》，要求由多个美国政府部门组成的金融市场工作组进一步研究中国上市公司可能给美国投资者带来的“风险”，备忘录称，中国从美国资本市场获益，却没有遵守重要的投资者保护条款，该举动破坏了美国法规的透明度。美联储和证交会也分别发布了中美中美风险暴露报告、中美关联报告、对中国投资风险报告，虽然美联储认为美国银行和

证券投资受到冲击不大，但证交会警告对华投资风险。若拜登当选，在政治和意识形态方面，拜登表达更加坚定的态度，认为中国政权性质的问题远大于其快速发展问题，未来可能会利用港区国安法作为切入点，使用新的经济制裁来威胁中国。

3）**从科技方面来看，拜登可能会采取"半封锁、半追着跑"的原则。首先，**当前美国各方学者认为中国给美国所带来的威胁并不仅仅只是中国经济增长以及技术进步，而是这种增长所衍生出来的可能资源用途，而本轮疫情也再次表现了高科技对于各国应对公共卫生危机、维护国家安全起到重要作用，不仅能够提升政府的话语权，也能强化对信息传播的控制。随着华为和 TikTok 之前在美国的影响力急剧上行，虽然不像特朗普政府那样追着疯狂打压，但拜登也借口 TikTok 会将美国大选重要的隐私泄露出去，禁止团队全员使用。**其次，**民主党副总统候选人哈里斯也持同样的立场，对保护知识产权、打击强迫性技术转移的立场态度较为强硬。她曾在国会推动经济间谍法的修正议案，认为应该赋予检察官更大权力来惩处窃取美国商业机密的外国个人或实体。整体来看，拜登认为美国在投资研发方面没有理由落后于中国，应该由美国来打造一个高科技的未来，认为与其试图迫使其他国家放弃使用中国高科技技术，不如由美国为其他市场提供可以在价格和产品功能上媲美的替代品。

图表 15：拜登（BIDEN）在经济政治上的立场观念

		拜登政策上的主张
经济	重新开放经济	认为在没有加强新冠检测和疫苗临床的情况下不要重新开放。
	更多的经济刺激	希望华盛顿在支付失业救济金方面为各州提供更多支持。
	减税	承诺扭转特朗普 2017 年的部分减税政策，将最高收入者的边际税率从 37%提高到 39.6%；将美国联邦企业所得税率从 21%提高到 28%；对大公司的账面收入征收最低 15% 的税；美国公司依靠外国子公司赚取的利润税率将提高至 21%；支持扩大对低收入工人的税收抵免。
	贸易	支持北美自由贸易协定，批评特朗普与中国的关税战争对美国消费者和农民不利，但也希望促进国内制造业，减少对中国的依赖。认为在知识产权和技术转让方面最好与盟友加深结盟，来对抗中国。
种族和刑事司法	政策改革	反思执法不当，指控特朗普政府对可能侵犯公民权利的警察部门监管松懈。承诺一个 3 亿美元的项目，资助雇佣更多种族的警察，并培训他们与社区发展，以减少警察和居民的敌对关系。
	刑事司法改革	希望废除死刑、单独监禁和监禁被指控的罪犯，直到他们支付了现金保释金。承诺向各州拨款 200 亿美元，以减少文盲和虐待儿童等社会问题。
	解决种族经济差距问题	呼吁制定法律，使对工资歧视的起诉变得更容易。制定新的公平贷款和公平住房保护措施。向规定减少歧视的城市提供 3 亿美元赠款，并成立一个特别工作组，解决黑人死于 COVID-19 的比例过高的问题。组织一个小组研究向因奴隶制和种族隔离而遭受损失的黑人支付现金赔偿的可行性。
	对传统黑人学院和大学(HBCUs)的支持	两位候选人都表示支持传统的黑人学院和大学(HBCUs)。他还将向这些学校投资 700 多亿美元，用于建立研究机构和提供学费支持。
能源环境	传统/绿色能源发展	增加基础设施、汽车工业、公共交通、电力、住房、清洁能源等投资；重新加入《巴黎气候协定》，并计划在绿色能源上投入 2 万亿美元的投资。
医疗	平价医疗法案（Affordable Care Act (ACA)）	整体支持平价医疗法案，确保所有家庭用于支付医疗的费用不超过其总收入的 8.5%，提出的医疗保健计划将在未来 10 年耗资 7,500 亿美元，资金来源将是对富人增税。不支持像"全民医保"这样的单一支付体系。相反，呼吁建立一个类似医疗保险的公共选择。另外，对处方药进行合理的定价，允许消费者购买国外处方药。
	医疗\医药的扩展	建议将享受医疗保险的年龄从 65 岁降低到 60 岁。这样的变化可能会将医疗保险扩大到大约 2000 万美国人。

	防疫	呼吁颁布全国“口罩令”；建立流行病检测委员会，保证全民免费检测，增加监测站点；重新加入世界卫生组织。
教育	学校选择	普及幼儿教育，支持高质量 K-12 学校，使高等教育更易负担，减免联邦学生债务
外交政策	对中国的关税	表示将取消农产品关税，但对中国的钢铁倾销和侵犯知识产权的指控采取强硬立场。
	伊朗核协议	他将通过外交途径与伊朗打交道，并重新加入核协议，但前提是伊朗首先要遵守该协议对其核项目的限制。
	国际联盟	表示将加强北大西洋公约组织(NATO)等联盟，将消除川普对美国领导地位和信誉造成的损害。美国计划在中美洲投资 40 亿美元，解决该地区的贫困和腐败问题，以防止移民涌入美国南部边境。 注重加强与亚太地区主要盟国的关系，包括日本、韩国和澳大利亚，加强与东南亚国家联盟等区域多边机构的接触。
高科技	科技公司	他在竞选期间批评了 Facebook 和其他科技巨头，但提议对亚马逊(Amazon.com Inc.)等公司征收最低联邦税。拜登曾表示，拆分 Facebook 这样的公司是“我们应该认真考虑的事情”。
移民	美国墨西哥边境墙	结束将资金从军方转移到修建隔离墙的做法，转而专注于边境执法，比如投资改善入境口岸的检查基础设施。
	政策	撤销庇护申请数量限制，改变公共收费移民方案，废除“穆斯林禁令”，推动区域移民安置。

来源：公共信息整理、国金证券研究所

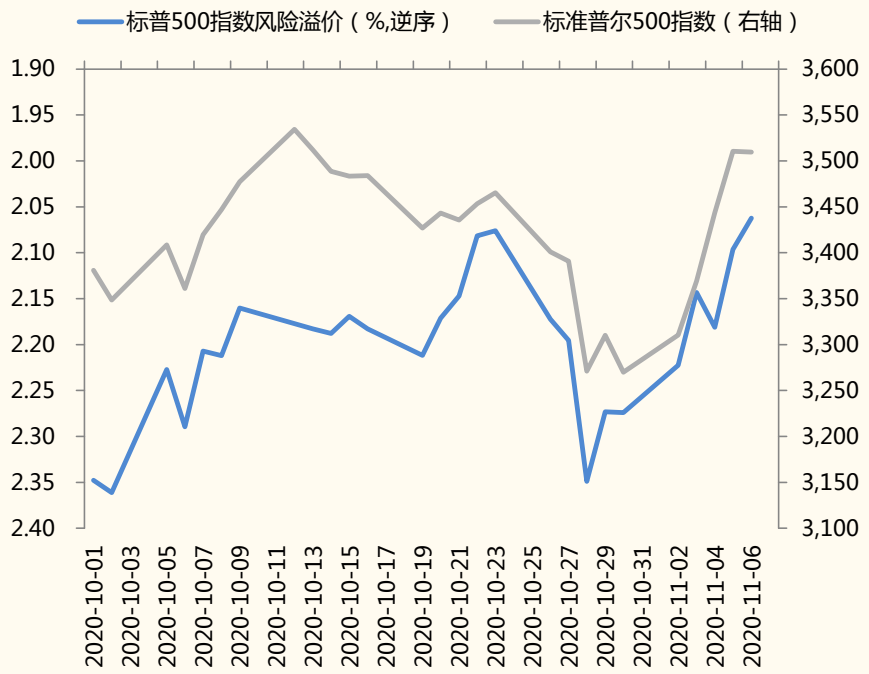
四、拜登当选后，我们该乐观还是谨慎？

在美国总统选举过程中，随着拜登获胜概率的提升，市场总体呈现为风险偏好上升的状态。目前，拜登已经基本确定当选为美国下一任总统，但民主党并未拿下参议院，这意味着我们对市场可能仍需要保持一定的谨慎态度。此外，中美关系长期对抗的大方向并未改变，拜登的加税主张和利率上升倾向也对资产估值不利，美国的财政刺激法案可能推出的难度也不低，这些因素也需要我们保持一份谨慎。

拜登当选后，对市场的利好主要表现在不确定性消除、中美关系缓和和科技行业估值提升三个方面。

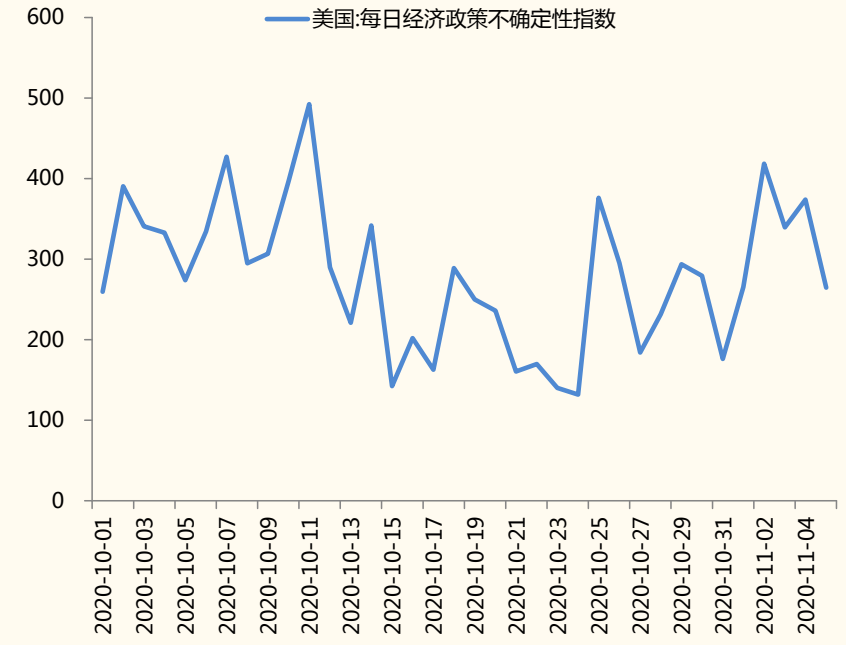
首先，拜登当选带来的不确定消除，有助于提高整体风险偏好。随着 10 月底以来美国选举的进行，市场的风险溢价整体出现较为明显的回落趋势（无论是拜登领先还是特朗普占据优势）。一方面原因在于，随着美国选举的结果变得清晰，政治不确定性消除，市场开始不断为确定性做定价；另一方面，市场认为选举结束后美国出台新的财政刺激法案的概率较高，这也带来了风险偏好的回升。

图表 16：美国选举的尘埃落定带动风险偏好回升（风险溢价回落）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：美国选举结果逐渐清晰带来政策不确定性的回落



来源：Wind，国金证券研究所

其次，拜登当选后，中美关系存在一个短期缓和的时间窗口。从贸易层面上看，拜登在其竞选主张中强调，将调降对华关税，并不认为互加关税对美国有利。因此，市场普遍认为拜登当选后，关税存在下调的可能。从技术层面上看，由于拜登对科技行业的态度相对特朗普更加积极，与科技企业的关系也相对更好，

所以将更多考虑美国科技企业的建议，对华的科技封锁也将考虑“市场损失”的影响，这对中国的短期科技发展也将有利。从金融层面上讲，拜登倒是有可能比特朗普更加激进，对中国的部分金融领域进行制裁，以遏制中国的发展。整体上看，市场普遍认为拜登当选后，中美关系存在一个短期的缓和窗口期。

第三，民主党对待科技行业的态度，有助于整体估值提升。一个确定性的方向在于，拜登上台后将会通过制定一系列规则来遏制中国的科技发展。但市场认为，即使这些规则可能对美明显更加有利，但只要有了“规则”，科技企业就可以通过调整战略进行应对，以满足“规则”谋求发展。在这样的背景下，压制科技企业估值的条件将有所放松，从而有利于整体行业估值的提升。

虽然市场对拜登上台做出了相对乐观、积极的定价，但拜登领导下的美国政府的对华策略并没有明显转变，其中相对友好的策略也不可能没有成本，因此，我们仍需保持相对谨慎。

首先，拜登政府短期推出重大改革法案的难度较高。一方面，特朗普对拜登当选明显“不承认”，更加不会“绅士”的向民主党让渡权力，反而更有可能在政府权力交接当中，出台一些更加激进的措施，这势必对市场产生部分影响。另一方面，分裂的参议院也对民主党政策出台形成掣肘。参议院在重大决策当中仍产生较大的影响。从当前的选举形势来看，参议院处于分裂状态或者仍归共和党控制的概率依然较高，那么拜登上台后能否推出一些更有利于民主党的政策、或者推翻原先共和党制定的一些法案，仍存在较高的难度。在这样的背景下，拜登政府的具体作为，仍有待观察。

第二，拜登有关加税和货币收紧的举措能否实施需要重点关注。从本质上讲，拜登政府整体在财政扩张上的力度，明显弱于特朗普政府，尤其后续有关对富人和企业加征税收的主张如果落实，势必产生一定的紧缩效应。同时，由于拜登政府在货币和财政方面的宽松力度低于特朗普政府，美国的名义利率、美元指数可能都存在一定的上行压力，这势必会导致金融条件的收紧，从而对整体资产估值产生负向影响。在当前整体估值较高的背景下，这样的估值回调的风险不容忽视。

第三，“拜登交易”对中国资本市场的影响强度其实并不高。一方面，即使拜登上台后中美关系短期真的有所缓和，但美国两党对华遏制的大方向并没有发生改变，只是对抗方式有所变化（其实很难判断中国对哪种对抗方式的应对更好）。另一方面，当前中国资本市场更加关注的还是国内的基本面、政策和预期的变化，而基本面定价相对比较充分（经济增速不存在明显的上行风险）、流动性和财政难以进一步大幅宽松、市场预期趋于中性是当前中国资本市场比较确定的基本面。在这样的基本面背景下，“拜登交易”或许对中国的资本市场影响力度并不高。

风险提示：

1、短期特朗普政府采取激进措施，导致政府不能以和平手段移交；

2、拜登政府对华的态度并不像市场预期的那么友好，在技术、金融和经贸领域与中国的摩擦进一步升温；

3、新一届美国政府利用国际关系对中国形成围堵，加大中国在经济结构转型、构造新型科技社会的难度。

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