宏观研究

假如拜登当选美国总统

——对全球经济和资产配置的影响

海外专题研究 2020 年 10 月 30 日

报告摘要：

拜登采取“竞合”政策而不是单边关税遏制中国，贸易摩擦短期会有缓和，增强金融市场的信心。大规模财政刺激带动经济产出，短期全球通胀预期可能会抬升，美联储相对于特朗普执政可能更早退出零利率。

- **对美国经济和全球经济的影响。**

（1）如果拜登当选，且民主党能够“横扫”国会(同时掌控白宫、众议院、以及参议院)，财政刺激计划和转移支付短期带动美国经济，资金会流入实体部门成为新的就业机会或企业和居民的存款。长期来说，拜登对国内研发和改善美国清洁能源、公共卫生、电信和基础设施建设的支持，以及扩展5G应用，大力提倡“绿色经济”的政策，会提高美国企业的商业竞争性和生产力；重视弱势群体教育，提高人口素质，友好的移民政策，提高就业率和供应端修复，有益于族裔矛盾的缓和，稳定秩序。

（2）特朗普执政期间加剧了贫富差距，减税和大量发债造成了美国财政和债务的困境。对富裕阶层加税，为解决财政困境提供了一条出路。虽然加税会对公司和高收入人群的储蓄、投资和消费有负面作用，但我们认为加税的正面意义更大。

（3）如果拜登上台，其方案也许会改善美国社会深层次结构性“贫富分化”问题，对高收入人群加税进行财富再分配，可以弥合种族矛盾，带动消费，产出缺口为正，相应通胀预期会相应提高，美联储相对于特朗普执政可能更早退出零利率。

（4）民主党相对于共和党来说，对政府的科技创新和竞争力形成更加有力支持。

- **对汇率走势和资产配置的影响。**

（1）短期内大概率利空美元，双赤字（贸易和财政）叠加美联储加码宽松，拉升通胀推动美元下行；更加严格的监管和高公司税，削弱美元和信贷市场。但是中长期来看，拜登上台会对美国经济的发展提供更加有利的政策环境和外交政策，美国经济基本面向好，对美元形成支撑。

（2）维持低利率放水，财政支持带来的经济增长，有利于股市；执政确定性增加，提振投资者信心；但是高收入人群和公司是税收增加的主要群体，压制股市和分红收入，对股价有小幅度冲击。

（3）短期利好人民币和新兴国家资产。如果拜登当选，美联储不断量化宽松的货币政策前提下，叠加短期外交确定性增加，有利于新兴国家资产，有利于人民币。长远来说，国家科技发展、核心竞争力和国力是汇率背后的关键。

- **风险提示：**

美国债务风险暴露、海外疫情失控、国际争端升级等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1. 拜登的主要竞选主张 3

1.1 拜登的国内经济政策主张 3
1.2 拜登的对外政策主张 3

2. 对美国经济和全球经济的影响 5

2.1 财政政策支持消费和就业恢复 5
2.2 税收政策缩小贫富差距，对于美国长远经济稳定有建设意义 8
2.3 财政政策支持疫情破坏下的供应端修复 9
2.4 短期产出缺口增大，通胀预期增加 10
2.5 民主党执政下财政政策对科技及环保支持增加 10

3. 对汇率走势和资产配置的影响 11

3.1 如果拜登上台，短期美元仍承受压力 11
3.2 中长期来看，美国经济基本面向好，对美元形成支撑 13
3.3 对美国股市偏积极 13
3.4 短期利好人民币和新兴国家资产 14

风险提示 14

大选日在即，从目前民调、赔率和部分关键摇摆州的提前投票来看，民主党候选人拜登的优势较为明显。如果拜登当选美国总统，将对美国和全球经济都产生重大影响。

1. 拜登的主要竞选主张

1.1 拜登的国内经济政策主张

拜登的国内经济政策以支持中产阶级和创新为核心。主要包括以下要点：

（1）收入再分配，减少贫富差距：对高收入群体加税，低收入人群税收减免。拜登计划撤销川普对富人阶层和公司设置的减税政策，使 40 万以上的收入人群的个人税收从 37%增至 39.6%，将企业税从 21%提高到 28%，而对中产阶级、工人、下岗员工、老人和残疾人和小企业进行税收抵免。**设立最低工资，并建立万亿级别的“照顾经济”（caregiving economy）：**推行时薪 15 美元的最低工资，对于照顾孩子、老人和残疾人的人们进行税收抵免，增加低收入群体的劳动收入和消费。**重视贫困人群的医疗和教育：**保证全部的美国人民都可以享受有质量可负担起的医疗。**重视种族平等：**为劣势人群创办的商业提供更多财政支持。

（2）财政刺激，基础设施建设与新能源“绿色经济”并行，创造就业机会，提高创新和未来竞争力。拜登主张组建 2000 亿美元的清洁能源和基础设施基金，重点投资交通设施和基础建设，来增加百万中产阶级的工作。投资 3000 亿美元用于国内购买和研发以改善美国的体系（清洁能源，公共卫生，电信和基础设施），促进国内生产。提倡清洁经济体系的建设，创造 1 千万个新的就业机会。对企业和学校重新运行提供金融支持，包括重新雇佣员工，支持新冠疫情的病人和抗击疫情的人。

1.2 拜登的对外政策主张

拜登主张以“竞合”政策取代“输家遏制”来对抗中国，中美关系短期会缓和但长远关系不会改变，抗争背后是科技竞争。主要包括以下要点：

（1）中美间短期大概率不会加征新的关税：拜登曾表明：美国在全球经济取得成功前，不会有新的关税条款。在没有以有意义的方式推行贸易协定前，不会有新的关税条款。拜登认为：对中国商品征收高关税，其实际上是给美国的消费者和公司加征税；在知识产权和技术转让方面与中国对抗的最好方法是与盟友和伙伴结成联盟，而不是通过单边关税。

（2）拜登支持移民政策，计划提高劳动力人口：给目前在美国但未被授权公民资格的人提供拥有公民身份的路径，创造每年 140,000 的雇佣工作绿卡，并保证政府雇佣美国之外的人。将美国难民的接纳年度上限提高到 12.5 万。

（3）支持“美国制造”“绿色经济”和“科技研发和创新”：区分美国公司国内外的关税征收方式，促使制造业回流美国：将美国公司的外国子公司赚取的收入税收（GILTI）从 10.5%提高到 21%，“美国制造”激励公司将分支转移回国内，并进行税收抵免。

表 1：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（上）

		拜登（民主党） 详情	特朗普（共和党） 详情
财政政策	个人税收	1. 40万以上的收入人群，个人税收从37%增至39.6% 2. 对收入超过100万美元的人群按照普通所得税税率对长期资本收益和合格股息征税 3. 对收入超过40万美元的人征收工资税 4. 限制高收入者的分项扣减额 5. 淘汰超过40万美元的营业收入扣除 6. 增加401（k）/ IRA激励措施 **7. 增加税收抵免，包括65岁及以上的无子女工人，低收入人群的所得税抵免和个人可再生能源税收抵免，对于照顾孩子，老人和残疾人的人们进行税收抵免，支持种族平等。建立亿级别的“照顾经济”（caregiving economy）**	1. 扩大个人所得税和遗产税的规定，列入2017年《减税与就业法案》（TCJA）* 2. 减少工资税 3. 降低资本利得税率 **第一执政期政策措施：** 1. 降低了大多数个人所得税率，包括最高边际利率从39.6%降到37% 2. 增加了标准减扣额，并消除了个人免税 3. 扩大了儿童税收抵免 4. 提高了替代性最低税的豁免税收政策
	公司税	1. 将企业所得税税率从21%提高到28% **2. 将美国公司的外国子公司赚取的收入（GILTI）从10.5%提高到21%** **3. “美国制造”激励公司将分支转移回国内，并进行税收抵免。** **4.** 鼓励对绿色投资进行税收抵免，并帮助陷入困境的制造业社区。 3. 对利润为1亿美元或更高的美国公司征收至少15%的税 **4. 降低房地产税收优惠** **5. 给下岗人数众多企业提供制造业社区税收抵免** 6. 扩大**低收入和困难社区**投资的新市场税收抵免 7. 为**小企业**提供税收抵免，采用工作场所退休储蓄计划 8. 减少对避税天堂，逃税和外包的激励措施；确保企业支付应有的份额	1. 向把工作带回美国的公司提供“美国制造”税收抵免 2. 给把工作带回美国的重要行业的公司提供100%补贴 3. 扩大就业机会 **第一执政期间政策措施：** 1. 将企业所得税税率降低到21% 2. 对于某些直通业务提供20%的合格业务收入减免 3. 建立五年的短期资本的即时费用化 4. 限制了净利息费用的可减免 5. 允许以较低的利率汇回国外利润 6. 从世界范围的税收制度转移到本土税收制度 7. 取消了企业替代最低税。
	基础设施建设	1. 建立一个价值**2千亿美元的清洁能源和基础设施**基金，重点投资交通设施 2. 投资3000亿美元用于国内研发以改善美国的体系（**清洁能源，公共卫生，电信和基础设施**），来促进国内生产 3. 通过5G将宽带或无线宽带扩展到所有美国人	1. 投入1万亿美元用于基础设施建设，更新美国的公路、机场和铁路。美国的基础设施 2. 建立国家高速无线互联网网络/投资5G网络
	医改政策	1. 使个人有能力购买公共医疗保险，如Medicare 2. 取消在政府交易所购买保险的税收抵免的收入水平上限，并降低成本范围限制 3. 将医疗保险资格年龄从65岁降低至60岁 4. 允许对药品价格直接协商 5. 在10年内花费1250亿美元扩大吸毒成瘾治疗以及其他预防和恢复计划	1. 降低处方药价格 2. 降低医疗保险费 3. 结束意外计费 4. 涵盖所有先前存在的状况 5. 保护退伍军人并为他们提供高质量的医疗保健 **第一执政期政策措施：** 1. 废除了由可支付的保护法案负担得起的护理法
货币政策		特朗普与鲍威尔想法一致，鲍威尔仍有希望继续连任美联储主席，考虑到近期美联储预计将维持当前0%至0.25%的利率水平直至2023年底的声明，从中期看，美联储货币政策依然偏宽松格局不变	在货币政策方面，拜登曾明确宣称：“总统不应试图向美联储施压。美联储应该是一个独立的实体”。可以预见，拜登当选后，美联储独立性或将增强，货币政策的决定权或将更多的回归到美国经济基本面本身
贸易政策		1. 联邦政府增加4,000亿美元对美国工人生产的商品支出 2. 对中国采取激进行动，召集美国盟国向中国和其他贸易滥用者施压 3. 对抗外国窃取美国知识产权的势力 **4. 建立“追回（claw back）”条款，以迫使公司向海外转移工作时，归还公共资金。**	1. 制定保护美国就业的公平贸易协议 **第一执政期政策措施：** 1. 对中国进口商品征收关税，第一阶段贸易协议 2. 签署了《美国，墨西哥和加拿大协议》（USMCA），取代《北美自由贸易协议》（NAFTA） 3. 与南韩和日本签署了经修订的自由贸易协定FTAs 4. 退出跨太平洋伙伴关系（TPP） 5. 处于国家安全理由，对进口的钢铁和铝征收关税 6. 对太阳能电池板和洗衣机实施国内安全措施
对华政策		1. 拜登曾表明：在美国人在全球经济取得成功前，不会有新的关税条款。在没有劳务和环境方面领导以有意义的方式推行贸易协定前，不会有新的关税条款 2. 拜登曾表明：对中国商品征收高关税，其实际上是给美国的消费者和公司加征税；在知识产权和技术转让方面与中国对抗的最好方法是与盟友和伙伴结成联盟，而不是通过单边关税	1. 继续第一阶段的中美关税，对经济使用更高的关税（家用钢和铝支持）和贸易目标，对再中国进行谈判 2. 之后会针对更大范围的目标进行，控制高科技产品出口到中国和特定的中国公司，尤其是华为I20停止了高科技通过安全出口到香港的顾虑

资料来源：Information Technology& Innovation Foundation，Campaign documents, media sources, Tax Foundation, Tax Policy Center, Committee for a Responsible Federal Budget, Peterson Institute for International Economics, Brookings Institute，民生证券研究院

表 2：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（下）

	拜登（民主党） 详情	特朗普（共和党） 详情
科技政策	政府积极参与支持科技和竞争力，将几乎所有产业政策资源放在“绿色部门”。	共和党人长期以来一直限制政府对美国创新和竞争力的贡献，但是在过去四年，我们看到了进步，特别是在国会的共和党议员中，他们意识到政府在这科技领域需要发挥重要积极作用。
劳务政策	1. 将联邦最低工资提高到每小时15美元 2. 给所有公共部门雇员建立工会组织和集体议价的联邦权利 3. 解决种族不平等，给黑人公司和主要的少数种族群体的商业更多的财政支持	1. 把美国制造业工作从中国带走 2. 将禁止H-1B和H-2B签证，以及商务主管的L-1签证和教学和工作交流项目的J-1签证，直至年底，以保护因新冠病毒大流行破坏就业市场而陷入挣扎的美国人
金融监管	1. 支持提高商业税收，尤其是大公司 2. 更严格的监管：包括对私人和宽带提供商，以及更激进的反垄断执法，尤其是大型互联网公司	1. 实行更宽松的监管法规，降低商业税收和传统的消费者福利和较为缓和的反垄断方法 2。 例外是涉及互联网平台，川普与拜登一致，也主张实施对互联网反垄断执法
移民政策	1. 给目前在美国但未被授权公民资格的人拥有公民身份的路径 2. 终止在美国工作和生活但是没公民身份的居民，受到被拘留，被迫家庭分离和大规模突袭的遭遇 3. 恢复DACA程序 4. 每年增发基于就业的工作签证数量，消除基于国家的配额 5. 将美国难民的接纳年度上限提高到12.5万 6. 逆转“公共收费”规则的扩展	1. 阻止非法移民有资格享受纳税人资助的福利 2. 对非公民实行强制驱逐 3. 结束避难所城市 4. 禁止美国公司用低成本的外国工人取代美国公民 **第一执政期政策措施：** 1. 将禁止前往美国国家的公民从7个扩展到13个国家 2. 试图结束儿童行动（DACA）计划的延迟 3. 优先修建边界墙 4. 对非法越境实行“零容忍”政策 5. 将美国每年接纳的难民的上限降低到18K
能源政策	1. 到2050年在美国实现碳中和 2. 到2035年实现无碳污染电力部门 3. 重新加入《巴黎气候协定》，集结其他国家提高减排目标 4. 对于无法满足气候和环境的国家征收碳调整费 5. 扩大可再生能源税收抵免额，并终止化石燃料补贴 6. 投资美国的汽车基础设施，包括50万辆电动汽车充电站 7. 在4年内升级400万栋建筑物/对200万套房屋进行风化	1. 继续放松管制以实现能源独立 **第一执政期政策措施：** 1. 退出《巴黎气候协定》 2. 废除清洁能源计划 3. 取消了对北极油气勘探的禁令，取消国家野生动物保护区、美国沿海水域和其他地的气体勘测 4. 取消了限制公共通风和燃烧的规则的2016年大部分甲烷废物预防措施

资料来源：Information Technology& Innovation Foundation，Campaign documents, media sources, Tax Foundation, Tax Policy Center, Committee for a Responsible Federal Budget, Peterson Institute for International Economics, Brookings Institute，民生证券研究院

2. 对美国经济和全球经济的影响

2.1 财政政策支持消费和就业恢复

如果拜登当选，且民主党能够“横扫”国会(同时掌控白宫、众议院、以及参议院)，2000 亿大基建财政刺激计划以及一系列政策则有望顺利落地，通过政府财政刺激和转移支付，资金会流入实体部门，成为新的就业机会或企业和居民的存款，进而从消费端拉动美国经济。表 3 是拜登执政期间(2021-2024)和经济刺激法案预计实行期间(2021-2030)，政府可能推行的经济计划预算。根据沃顿商学院财政预算模型进行计算，拜登税收计划中最大的新增收入来源是十年预算窗口期内的企业税 14385 亿美元，其次是工资税 9928 亿美元和个人所得税 9440 亿美元。在十年预算窗口中，新增净支出最大的领域是教育，达 1.9 万亿美元，基础设施和研发（R&D）为 1.6 万亿美元，住房援助为 6500 亿美元。拜登的医疗保健计划也使支出的净增长在十年内增加 2910 亿美元。

表 3：拜登的经济计划预算

支出/收入项目	十亿美金
所有税收	**3,375.4**
公司税	1,438.5
工资税	992.8
个人收入	944.0
所有支出	**5,370.0**
教育	1,929.5
基础设施建设和研发	1,600.8
住房	650.0
社会安全收益	290.7
医疗—处方药	1,253.0
医疗—其他新花费	1,605.0
带薪假	547.0

资料来源：宾大沃顿商学院财政预算模型，民生证券研究院

如果拜登执政，短期来说政府会以大量的财政赤字和支出去提振经济。更理性稳定的全球贸易预期，较为友好的外国移民政策，额外增加的 7.3 万亿在基础设施建设、教育、社会安全和医疗，**会增加劳动就业数目，从供应端来刺激经济**。这些都有助于让就业尽快恢复到全面的状态。

从长期来说，拜登执政利好美国经济：

（1）拜登计划的财政刺激支持主要应用在国内研发和改善美国体系（清洁能源，公共卫生，电信和基础设施），扩展 5G 应用，提高商业竞争性和生产力，这将扩大美国劳动力和资本产出的产品和服务的质量和数量，大力提倡“绿色经济”，就会使得生产的供应端得到扩张，促进美国企业的全球长远竞争力和盈利能力。拜登高达两千亿的财政预算计划升级水，现有的铁路和运输网络，及对通用宽带的推动，也包括对气候变化的投资，扩大绿色空间和电动汽车生产和基础设施，为投资太阳能和电池存储技术，提供改善建筑物和房屋并使其风化的激励措施，并向城市提供清洁的公共交通。

（2）通过在教育、医疗、住房方面大幅减轻中低收入阶层的负担，美国消费率整体或有所提振，并弥合日益扩大的“通胀缺口”（即总需求超过总供给的差额），从而提升美国经济潜在增长率。

（3）政府税收能力的增强也将在一定程度上弥合美国巨额的财政赤字和避免美元信用的过度透支，有益于改善美元信用和对外贸易。叠加全球贸易关系的缓和，及盟国体系的稳定下“黑天鹅”事件的减少，有利于本国经济的发展。

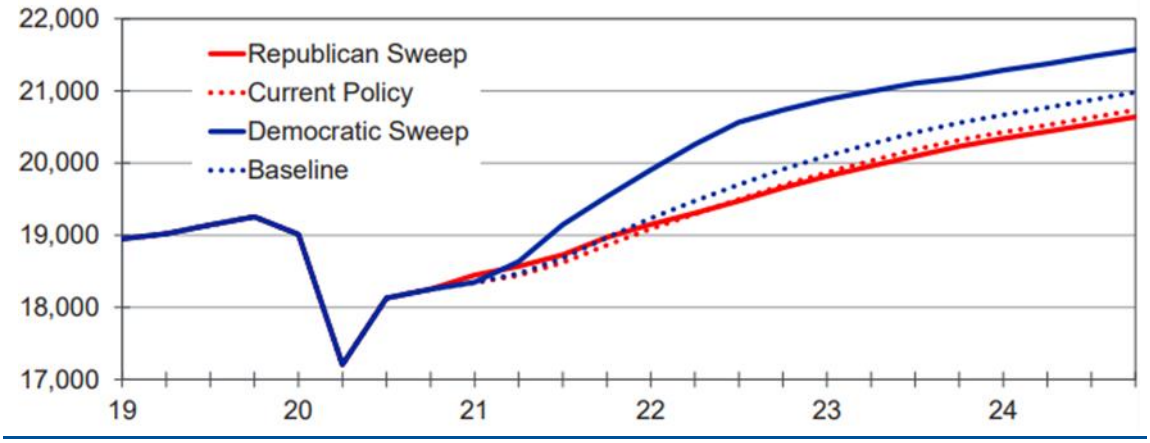
（4）重视弱势群体教育，加强教育提高人口素质，和友好的移民政策，提高就业率：资助流离失所的老年人的计划，提升教育和高等教育的开支，可以提升工人受教育程度和劳动参与率；对于移民政策相对放开，会增加美国劳务人口大约 1.64%，增加总的劳动力

供给和 GDP。同时移民有很多的新生儿，会让人口更加年轻化。从过去移民的新生儿占比可以估算，在拜登政策下，预计 2024 年，20-60 岁之间的人口，可能会从 70%增加到 70.26%。

（5）对少数和劣势种群进行补助，并争取权利上的支持，有益于族裔矛盾的缓和，促进美国社会“新共识”的形成，并稳定秩序。

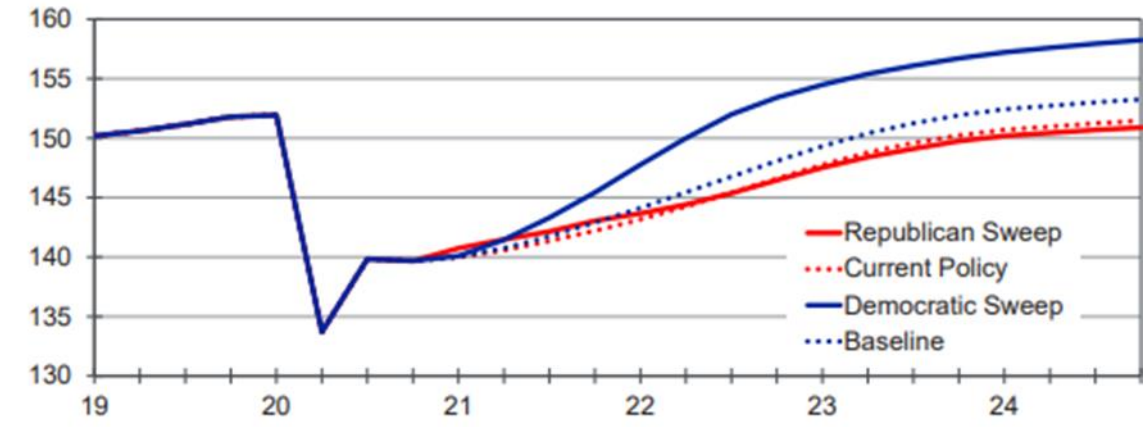
根据穆迪的财政预算模型，拜登的经济提案相对于特朗普来说力度更大，惠及范围更加广泛，大概率会使经济更早恢复充分就业水平。根据穆迪测算，到 2024 年任期结束时，预计实际国内生产总值在拜登的领导下增加 9600 亿美元，比特朗普执政期间增加 4.5%（图 1 是在穆迪经济模型测算下，不同选举结果下 GDP 的预期增长，其中蓝色线是民主党横扫国会下的 GDP 增长，红色线是共和党横扫国会下的 GDP 预期，红色虚线是现行政策下的 GDP 预期），这意味着拜登治下的就业岗位比特朗普多 740 万个（图 2 是在穆迪经济模型测算下，不同选举结果下非农就业数据的预期增长，其中蓝色线是民主党横扫国会下的非农就业数目增长，红色线是共和党横扫国会下的非农就业数目预期，红色虚线是现行政策下的非农就业数目预期）。

图 1：不同的选举结果下 GDP 数据预计（单位:百万）



资料来源：穆迪分析，美国经济分析局（BEA），民生证券研究院

图 2：不同的选举结果下非农就业数据预计（单位:百万）



资料来源：穆迪分析，美国经济分析局（BEA），民生证券研究院

2.2 税收政策缩小贫富差距，对于美国长远经济稳定有建设意义

特朗普执政期间，对富人和公司大幅度减税，利润流入了高收入人群和商业，加剧了贫富差距，减税和大量发债造成了美国财政和债务的困境。（1）加州大学伯克利分校的经济学家 Emmanuel Saez 和 Gabriel Zucman 研究成果表明：在过去的三十年里，前 0.1%的人拥有的家庭财富份额从 7%增加到 22%。如果对财产超过 3200 万美元的人群加税 1%，随后税率逐步递进，对财产超 100 亿美元人群加税 8%，对资产超过 10 亿美元的巨富阶层，遗产税增至 77%，美国政府就可以转亏为盈，化解 2020 上半年的财政赤字。（2）大多数美国人由于使用抵押贷款和信用卡而债务不断增加，大萧条期间资产价值暴跌，实际工资停滞，导致最底层 90%家庭财富份额急剧下降。**美国目前的财富分布仍然是 K 型的曲线，处于经济分布顶层的人群做的很好，但是底部的人生活挣扎。对富裕阶层加税，为真正解决财政困境提供了一条出路。**

拜登的政策会给到医疗和很多社会项目，会给那些低收入人群和需要人群的救助。总收入小于每年 40 万美元的家庭不会直接看到税收增加，但是由于公司税增收，他们的投资回报和工资将会降低半个百分点或更少。如表 4 所示，根据宾大沃顿商学院的财政预算模型，当计入公司税的影响，相对于现行法律，收入最高 0.1%人群，相对于现行法律有效税率分别提高 12.4%，相对于 TCJA 减税法案实行前的法律，有效税率提高 11.4%。收入在 95%以下的人群，会承受公司税收增加带来的较低投资收益或工资，但有效税率只会增加半个百分点或更少。

表 4：不同税收政策下收入群体的有效税率

	2021				2026			
收入群体	收入门槛	有效税率（收入，工资税，公司），2021 在川普减税法案 TCJA实行之前	当下法律	拜登计划	收入门槛	有效税率（收入，工资税，公司），2026 在川普减税法案 TCJA实行之前	当下法律	拜登计划
00-20%	-	2.5%	1.1%	1.6%	-	2.6%	2.2%	2.8%
20%-40%	$17,083	10.8%	9.1%	9.4%	$19,227	11.0%	10.9%	11.3%
40%-60%	$39,568	18.9%	16.9%	17.3%	$45,114	18.9%	18.6%	19.1%
60%-80%	$74,410	21.3%	19.4%	19.8%	$84,637	21.2%	20.9%	21.3%
80-90%	$135,893	24.7%	22.8%	23.2%	$153,570	24.7%	24.4%	24.9%
90-95%	$197,982	26.6%	24.5%	25.1%	$226,124	26.5%	26.0%	26.6%
95-99%	$282,663	30.4%	26.5%	27.6%	$322,799	30.0%	29.3%	30.6%
99-99.9%	$710,028	34.5%	30.7%	37.4%	$788,945	33.8%	32.5%	37.5%
Top 0.1%	$3,293,826	34.6%	30.6%	43.0%	$3,597,440	34.5%	32.0%	41.9%

资料来源：宾大沃顿商学院财政预算模型，A Budget for America's Future，民生证券研究院

注：模型假设在 2021 年到 2016 年，分别实施减税法案 Tax Cuts and Jobs Act 前税率、当下税率和拜登计划税率下，不同收入人群的有效税率。

虽然加税会对公司和高收入人群的储蓄、投资和消费有负面作用，但我们认为影响并不会很大。原因有以下几点：

（1）加税是比较逐步的。对于个人来说，当收入没有达到一定门槛，纳税人不必去承受额外费用。对于公司来说，税收具有逆周期性本质，当收益不好的时候应缴纳的税收也会相应降低。

（2）对于高收入人群来说，税率增加大概率并不会 1：1 地影响到他们的消费支出，他们可以消费自身的储蓄或其他资源。

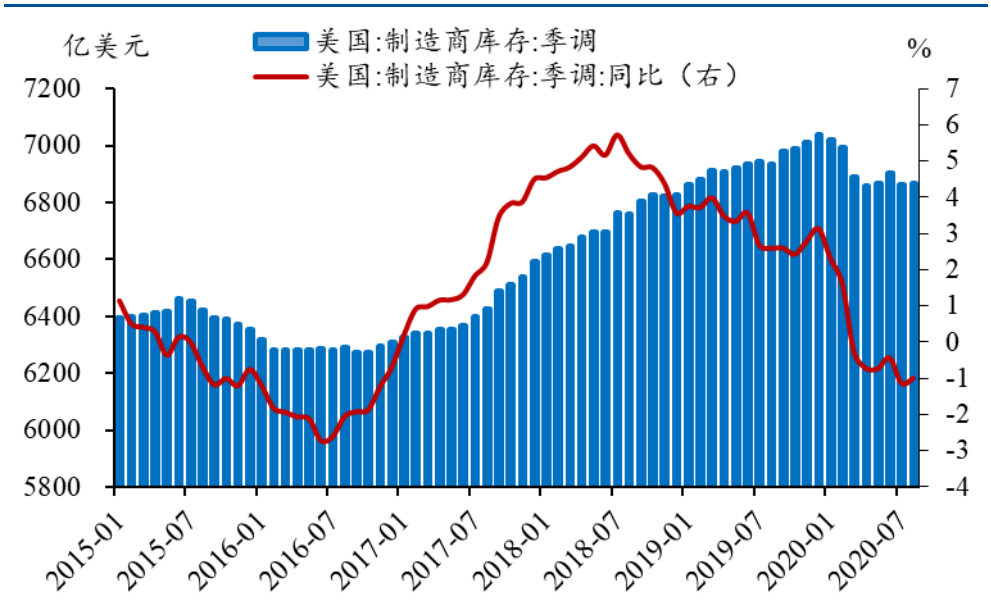
（3）拜登的税收减免政策会部分抵消加税的负面效应。例如对于第一次购买房子的人提供 1.5 万美金税收减免，对于每个照顾孩子的家庭提供 8 美金的税收抵免，对于小公司企业尤其是劣势人群的商业提供税收补贴。**值得注意的是，尽管作为拜登上台后主要被加税群体：“华尔街金融圈”对民主党拜登的捐款 10 年来首次超过了共和党**，截至今年 9 月底华尔街向拜登累计捐赠 5110 万美元的现金，是对特朗普竞选团捐赠的 5 倍。**华尔街态度可以表明，对于高收入人群和公司加税的短期负面利益，不抵特朗普执政不确定性的危机感，以及拜登上台后美国经济的长远发展。**

此外，由于新增税收一定程度上可以弥补财政赤字，会被用来刺激经济需要的地方，因此长远来说对经济具有稳定意义。

2.3 财政政策支持疫情破坏下的供应端修复

特朗普执政期间，没有对疫情进行及时控制，导致许多企业在有限的产能下运营甚至停止运营，美国的库存总量同比下滑明显（见图 3）。拜登较为积极的疫情的防护计划，有利于美国产业供应端和库存的修复：（1）拜登对美国企业在国内外公司实施不同的税收政策，有助于**制造业回流美国，扩大美国国内的企业生产端和库存数量；推进全球化进程，重建盟国体系和供应链修复，有利于美国制造业供应端修复；**（2）**提倡制造业绿色经济，创新竞争力增加**，提高未来竞争力，扩大企业的生产供应端；（3）财政政策支持中产阶级，助力工人孩子老人医疗教育以及移民就业和绿卡支持，带来额外劳动力和新生儿，**促进就业市场，劳动力增加提振经济供应端修复。**

图 3：美国供应端库存受到疫情巨大冲击

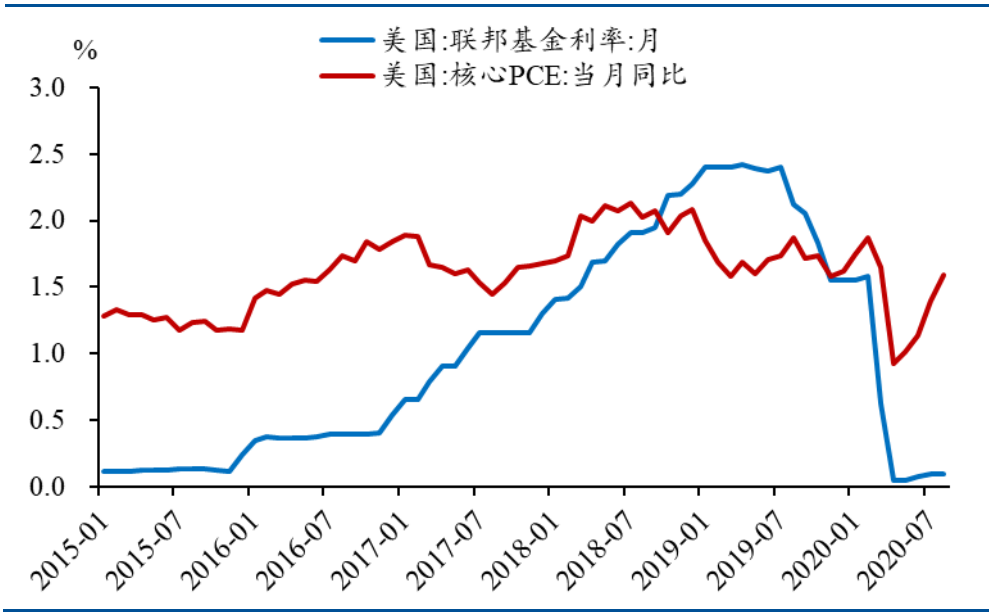


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 短期产出缺口增大，通胀预期增加

美联储从 2018 年以来，美联储实行较低的利率和超强度的量化宽松政策，但是同期美国的通货膨胀率却未被推升，相反一直维持在比较低的水平（图 4）。

图 4：美国核心通胀和联邦基金利率走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

通胀疲软，本质上是由于社会贫富分化加剧带来的消费疲软。占总人口的 82%的中产阶级（年收入在 3 万到 20 万美元）的边际消费倾向要远远高于富有家庭，而持续扩大的贫富分化抑制了居民部门消费率，**这种结构性的问题无法通过美联储持续放水的货币政策加以解决，进而造成了美国通胀预期持续偏低，经济长期走弱。特朗普的经济政策进一步加剧了贫富分化。**一方面，大力推动对富裕及中产以上白人阶层相对有利的政策，如：强量化宽松和流动性推高股市价格进而加强了股市的财富固化效应和财富分化、大幅降低企业和高收入人群的所得税与资本利得税等；另一方面，大幅削减对中低收入阶层，特别是少数族裔保障起重要作用的医保还有社会保障项目。**特朗普对于社会保障项目的支持力度以及实行效果，一直受到各方的批判。**据此前报道，特朗普计划向数百万美国人提供额外的经济救济，但穆迪分析的首席经济学家预计，虽然行政令总共达 4000 多亿美元，但对刺激经济的贡献可能“不到 1000 亿美元”，对经济复苏不会产生太大的作用，并且可能也无法惠及所有依靠援助的工人。

如果拜登上台，其方案也许会改善美国社会深层次结构性“贫富分化”问题：通过转移支付和财政刺激，对中低收入补贴，对高收入人群加税进行财富再分配，可以弥合种族矛盾，产出缺口为正（表示市场需求旺盛，供不应求，需要进一步扩大产能），**因此相应通胀预期会相应增加，美联储可能会相对于特朗普执政更早退出零利率政策。**

2.5 民主党执政下财政政策对科技及环保支持增加

长期以来，技术创新对收入增长与国民经济竞争力都至关重要，越来越多的国家认识到国家创新和研发战略在推动增长方面的重要性：改善公共卫生，加强国家安全，提高竞争力，确

保生活水平大幅提高，应对气候变化，以促进经济长远发展的竞争力。

民主党相对于共和党来说，向来支持政府的科技创新和竞争力支持，而共和党则相对限制和否定政府在支持创新上的作用。拜登竞选团在大多数科技问题上都表明了自己的立场，而特朗普的政策则比较模糊，给出的细节较少。如果拜登上台，或将更多有利于科技创新的政策：

（1）提议清洁能源，公共卫生，电信和基础设施的建设，新的联邦研发投资额达到 3000 亿美元，尤其是突破性技术，通过 5G 将宽带或无线宽带扩展到所有美国人。拜登主张推动智能基础设施投资，以确保建筑、水、交通和能源基础设施能够抵御气候变化的影响；同时将利用政府的召集力，通过与当地大学和国家实验室合作，制定区域气候恢复计划，让当地获得最先进的科学、数据、信息、工具和培训，为推动气候恢复努力。

（2）对外进行科技合作并应对气候变化，有利于创新竞争力和全球化进程：较为开放合作式的贸易政策对创新很重要，企业拥有相对较高的固定成本和较低的边际成本，而贸易政策通过公开和公平提供所需的规模经济，有利于美国企业在全球范围内降低劳务成本，在生产和价格上在全球市场更具有竞争力，这将刺激美国的生产力和创新；同时，拜登主张团结世界其他国家应对气候变化的威胁，拜登承诺美国重回《巴黎气候变化协定》，并且还会更进一步推动其他主要排放国家提高国内气候目标的雄心,将气候变化完全纳入外交政策和国家安全战略，以及贸易政策。

3. 对汇率走势和资产配置的影响

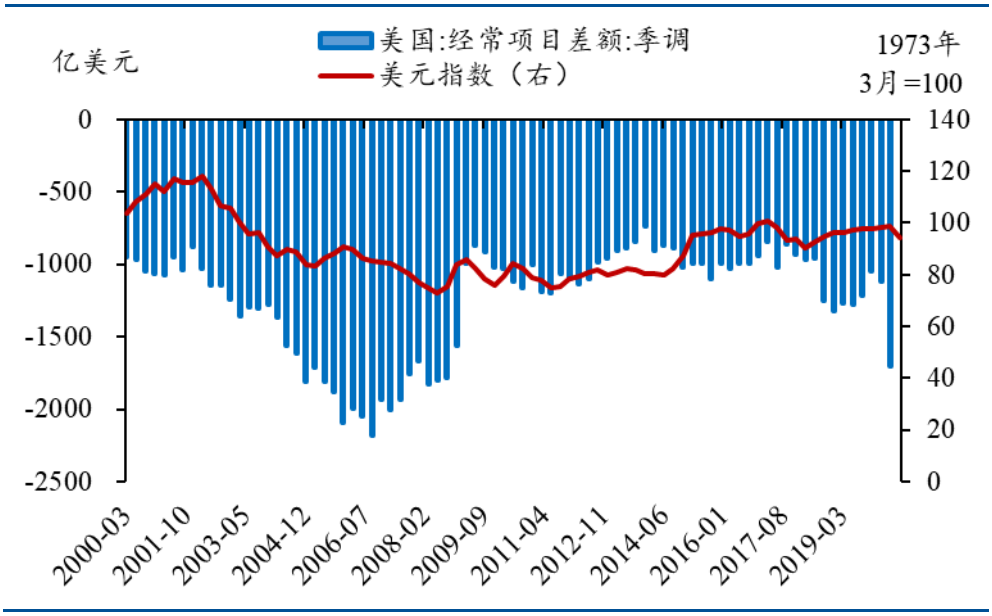
特朗普执政期间，美元较为疲软，主要逻辑是：（1）对富人减税极其偷税漏税，滥发美债增加了美国的财政赤字，美元信用透支；（2）关税、逆全球化、贸易保护政策以及“美国优先”，导致盟国体系的不信任，减弱了美元作为全球货币的信用；（3）对疫情的不治理导致经济基本面恢复较慢；（4）超宽松货币政策加码放水，使得美元较为疲软。

3.1 如果拜登上台，短期美元仍承受压力

（1）美联储会根据美国的经济现状，大概率继续推行零利率政策并加码量化宽松，推升通货膨胀和美元下行；

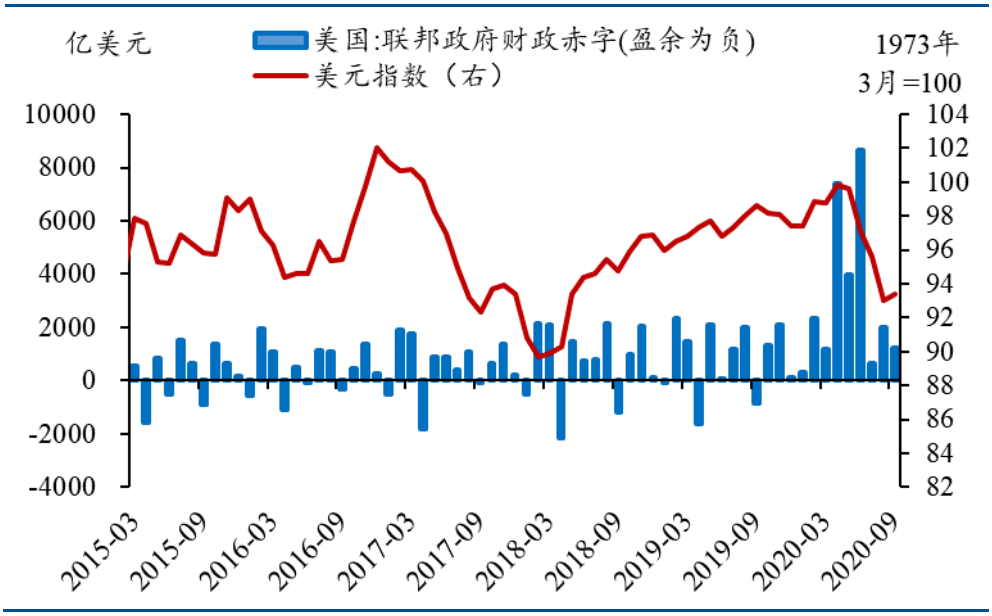
（2）短期内双赤字导致美元疲软：疫情影响下的经常账户贸易赤字（图 5），和拜登财政刺激和转移支付带来的财政赤字（图 6）。图 5 是美国政府经常账户赤字，经常账户反映了商品和服务贸易的平衡，以及美国居民和其他国家居民之间的收入流动。根据经济分析局（BEA）,美国经常账户赤字在 2020 年第二季度，扩大了 590 亿美元（52.9%）达到 1705 亿美元，这是自 2008 年第三季度以来最大的赤字，当时是 178.2 亿美元。图 7 是联邦预算委员会，根据拜登和特朗普的竞选法案，测算的未来 10 年间美国的债务水平占 GDP 的比例范围。蓝色代表拜登政策下的债务水平范围，红色区域代表特朗普执政下的债务水平范围，蓝色线和红色线分别代表假设民主党和共和党能够统一国会的情况下，实行政策带来的债务水平，黑色线是在当下的财政政策下，对于未来债务水平的预计）。

图 5：美国经常项目差额和美元指数



资料来源：Wind，BEA，民生证券研究院

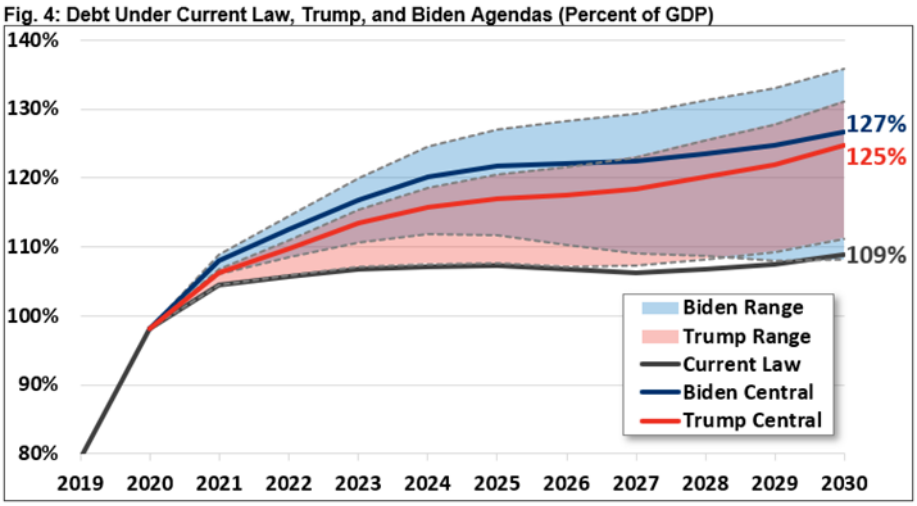
图 6：美国财政赤字和美元指数



资料来源：Wind，美国财政部，民生证券研究院

虽然美国的债务水平高企，但是由于美联储当下实行的利率较低，所以美国政府并没有还利息的巨大压力，再加上债务到期后可以进行再融资，所以美国政府表示对债务水平并不十分担忧。旧金山联储研究显示，尽管非金融企业的杠杆率处于历史高位，但95%的未偿企业债务都是由破产概率低于30%的公司产生的，这表明绝大多数的企业债券似乎没有短期内违约的风险，而对于2008年，破产概率超过70%的企业总负债为405亿美元，是2008年的水平的两倍多。所以对于当下较高的债务水平债务，是否会对经济造成比较大的风险，我们的观点有所保留。

图 7：拜登的经济计划预算下的债务占 GDP 比重的估算



资料来源：美国联邦预算委员会，民生证券研究院

（3）拜登主张税率提升，包括个人所得税和企业所得税等，可能在一定程度上增加美国本国资产的压力，对美元形成利空。

3.2 中长期来看，美国经济基本面向好，对美元形成支撑

但是中长期来看，拜登上台会对美国经济的发展提供更加有利的政策环境和外交政策，美国经济基本面向好，对美元形成支撑：

（1）拜登对疫情积极防控，可以加快修复经常账户的赤字。据经济分析局（BEA），2020 年第二季度经常账户赤字的大幅度提升，部分来自 COVID-19 的影响，因为许多企业在有限的产能下运营或停止运营，旅客越境行动受到限制。疫情改善会改善经常账户赤字。

（2）财政刺激和转移支付增加居民存款，“需求端”扩大居民消费拉动经济恢复，对教育和移民政策支持提高劳动率，推动“供给端”的供应链和库存修复，大概率会使得美国一年之内恢复疫情之前的水平，美国经济基本面恢复，中长期来看对美元形成支撑。

（3）短期内不对中国加征新的关税，对于美国来说贸易和本土劳务生产也会有所改善；

（4）实行“美国制造”政策，促进资本回流：拜登主张给境内的重要制造业和产业链税收抵免，给境外的产业链税收处罚，将美国公司的外国子公司赚取的收入从 10.5%提高到 21%，来激励公司将分支转移回国内；同时，拜登在竞选中表示，建立“追回(claw back)”条款，以迫使公司向海外转移工作时，归还公共资金。这都会促进资本回流美国，以及本土劳动水平增长，长期有利于美国经济。

3.3 对美国股市偏积极

美国股市偏积极：（1）财政支持带来的经济增长效应大于加税的负面效应（税收只

是财富再分配的问题），花出去的钱最终去了实体部门，变成企业和居民的存款，人民财富增加，带动经济向好，长期有利于美国经济，“美国股市作为经济的晴雨表”，股市偏积极；(2)拜登执政确定性增加，有利投资者信心和风险偏好，有利股市投机行为；(3)美联储仍然会维持低利率放水加码量化宽松，有利于股市；（4）高收入人群和公司是税收增加的主要群体，可能会压制股市和分红收入，暂时对股价有小幅度比如个位数冲击。据《商业内幕》报道，如果民主党人席卷 11 月份的选举，将会推高标准普尔 500 指数的收益（标准普尔 500 指数是衡量 500 家大型公司业绩的股票市场指数），如果共和党的减税政策占标准普尔 2018 年每股收益增长 23%的近一半，拜登提出的加公司税政策可能会使每股相对原本的增长预期受到“个位数的冲击”。

就美股的结构而言，民主党政策更加偏好新能源、医药生物、TMT 等硅谷新兴产业，这些股票有望延续强势，其中，由于新能源和全球化产业链的政策环境改善，上涨弹性更大。同时，由于两党形成共识，对加大国家主导下基础及前沿科技投入、振兴本土制造业和重塑产业链的“新共识”正在逐步形成，**科技研发与产业链建设的投入显著提升，有助提振全球核心技术公司的估值和业绩。**

3.4 短期利好人民币和新兴国家资产

如果拜登当选，美联储不断量化宽松的货币政策前提下，叠加短期外交确定性增加，有利于新兴国家资产，有利于人民币。历史上美国加息或地缘政治经济风险高发期间，美元走强，新兴国家货币普遍面临贬值压力，例如 2018 年阿根廷比索急速贬值。相对于特朗普，拜登在外交和贸易领域的主张更加温和，短期利好中美关系边际缓和，因此民主党获胜概率的提高，可能在一定程度上对人民币汇率形成利好。长远来说，国家科技发展、核心竞争力和国力是汇率背后的关键。

风险提示

美国债务风险暴露、海外疫情失控、国际争端升级等。

插图目录

图 1：不同的选举结果下 GDP 数据预计（单位:百万）.....7
图 2：不同的选举结果下非农就业数据预计（单位:百万）.....7
图 3：美国供应端库存受到疫情巨大冲击.....9
图 4：美国核心通胀和联邦基金利率走势.....10
图 5：美国经常项目差额和美元指数.....12
图 6：美国财政赤字和美元指数.....12
图 7：拜登的经济计划预算下的债务占 GDP 比重的估算.....13

表格目录

表 1：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（上）.....4
表 2：总统大选拜登和特朗普的政策主张对比（下）.....5
表 3：拜登的经济计划预算.....6
表 4：不同税收政策下收入群体的有效税率.....8

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。