中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
研究助理　郑梓淳
证券执业证书号：S0640118110026
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

美国大选尾部风险对 A 股影响有限

策略深度报告　　2020 年 10 月 26 日

摘要

- 从长期相关性来看，A 股与美股相关度较低，但美股较大幅度的下跌会导致 A 股同步下跌，即同跌不同涨。北上资金就是造成同跌不同涨的重要纽带。
- 从历史经验来看，无论造成美股下跌的原因是否对中国有利，只要美股大幅下跌，北上资金累计流出 7.2%以上，A 股都经历了同步下跌。
- 根据拜登的竞选主张，如果其当选，加税、加强反垄断调查、重新界定权益责任(Fiduciary Duty)等政策短期内有可能对美股造成负面冲击，但中长期来看拜登在财政、货币政策上保持与特朗普不相上下的扩张意愿，所以我们认为拜登当选对于美股的冲击也会是短期的扰动。
- 在拜登当选的基础上，市场目前更加担忧特朗普不承认败选（Contested Election）的情形。但是回顾 20 世纪以来的两次争议选举，选举结果出现的不确定性并未对股市造成直接的负面影响，股市在等待最终选举结果期间的表现更多地取决于当时所处的宏观经济背景。
- 我们认为拜登当选或者争议选举这两种情形对美股的影响是短期且较为可控的，并不会给美国带来系统性金融风险。因此 A 股受到的影响也偏向短期。
- 目前中国经济四季度仍在复苏的趋势当中，M2 仍然高于名义 GDP 增速。盈利的复苏和货币的超发将为 A 股提供支撑。因此我们建议与其提前预判美股可能的下跌会给 A 股带来的短期负面影响，不如继续持有仓位，一旦 A 股受大选和美股的影响出现下跌则可以考虑加仓。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录

一、北上资金是美股影响 A 股的主要路径 2
二、拜登当选对美股的影响 6
三、尾部风险实际可控：争议大选的影响 10
四、总结与美国大选后投资建议 13

一、北上资金是美股影响 A 股的主要路径

有投资者担忧大选的结果会对美股造成扰动，进而带动 A 股下跌。从长时间跨度来看，A 股市场与美股市场相关度较低，似乎 A 股很难受到美股市场波动的影响。虽然美股的上涨不一定会带动 A 股的上涨，但美股较大幅度的下跌却会导致 A 股随之而跌，即同跌不同涨，而北上资金就是美股市场与国内股市之间的重要纽带。

受制于国内金融市场尚未完全开放等原因，在长时间轴下，对比全球股市，A 股涨跌情况与美股的相关度较低。2015 年 1 月 1 日年到 2020 年 10 月 22 日，以沪深 300 和上证综指为代表的 A 股指数，与美国三大股指（标普 500 指数、纳斯达克指数和道琼斯指数）的周度相关系数仅介于 0.3 到 0.4 之间，远低于全球其他市场大盘股指的相关系数，表明美股涨跌情况与 A 股涨跌情况并未存在显著关系。统计学的数据也反应在了交易层面，中国股市相对于其他国家市场而言，表现出更为独立的行情。

图 1：世界各市场指数与美国三大股指的相关系数（周度，2015 年 1 月 1 日-2020 年 10 月 22 日）

	标普500指数	纳斯达克指数	道琼斯指数
法国CAC40指数	0.710	0.616	0.712
英国富时100指数	0.719	0.615	0.719
德国DAX指数	0.716	0.623	0.720
沪深300	0.385	0.403	0.365
上证综指	0.343	0.359	0.327
明晟中国指数	0.602	0.631	0.561
日经225	0.671	0.581	0.685
台湾加权指数	0.643	0.620	0.624

数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

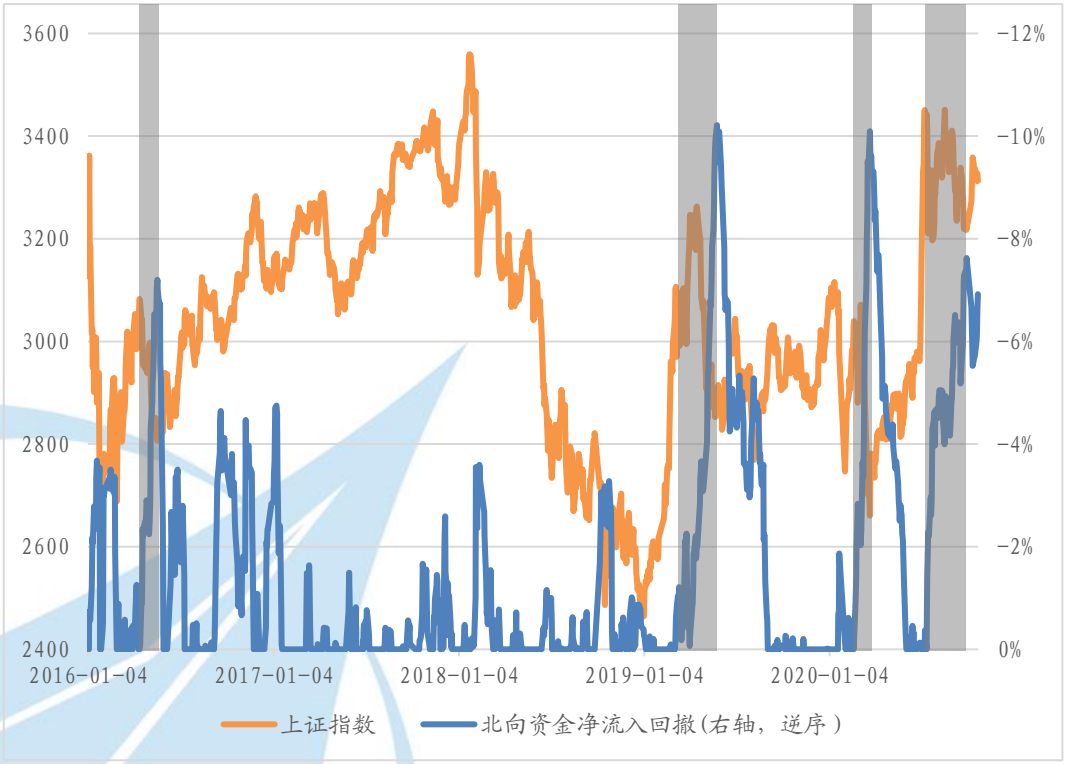
独立的行情并不代表美股市场的表现无法有效地对 A 股市场造成影响，就如发生金融风险，各大类资产的相关度上升的情况下一样，我们认为，**当美国市场受到外部事件冲击的影响而下跌的时候，A 股也会随之下跌，即美股市场对 A 股市场的溢出效应（Spillover Effects），而这其中作为美股向 A 股传导的媒介则是北上资金**。国际资本对于国内权益市场的投资主要通过 QFII/RQFII 和北上资金两种途径，相比于战略投资属性较强且持仓情况公布频率偏低的 QFII/RQFII，较为活跃的北上资金成为了将外部风险偏好传导到 A 股市场的重要载体。

我们发现北上资金持续地净流入并不一定会带动 A 股上涨，但当北上资金持续且较为强劲地净流出时，则一定会带动 A 股的下跌。我们计算了北上资金的回撤幅度，分母是北上资金累计净流入量的前一个最高点，分子是北上资金前一个最高点至当日区间内累计净流出量，通过对比上证综指指数和北上资金的回撤幅度我们发现，自 2016 年以来，当北上资金回撤幅度上升且超过 7.2%时，无一例外同步对应了上证综指的下跌。

2016 年 1 月 1 日至 2020 年 10 月 21 日，北上资金总共有 4 次回撤幅度超过 7.2%。我们先找到所有北

上资金回撤幅度超过 7.2%的时间段，并前向推进找到距离最近的回撤幅度为 0%的时间点，标记为回调开始日期。在北上资金回撤超过 7.2%的时间段里找到回调幅度最大的时间点，标记为结束日期，开始与结束日期间即为北上资金回撤周期。通过表 1 可以看到，我们所统计出的 4 次北上资金回撤过程中，上证综指全部发生了下跌。

图 2：上证综指与北上资金回撤幅度



数据来源：Wind，中航证券研究所

表 1：2016 年以来北上资金净流入量发生过 4 次回撤，均对应了上证指数的下跌

	开始日期	结束日期	结束日期相对开始日期上证综指下跌幅度
第一次回撤	2016-04-14	2016-05-19	-8.94%
第二次回撤	2019-03-05	2019-05-27	-5.30%
第三次回撤	2020-02-20	2020-03-23	-12.21%
第四次回撤	2020-07-13	2020-09-30	-6.54%

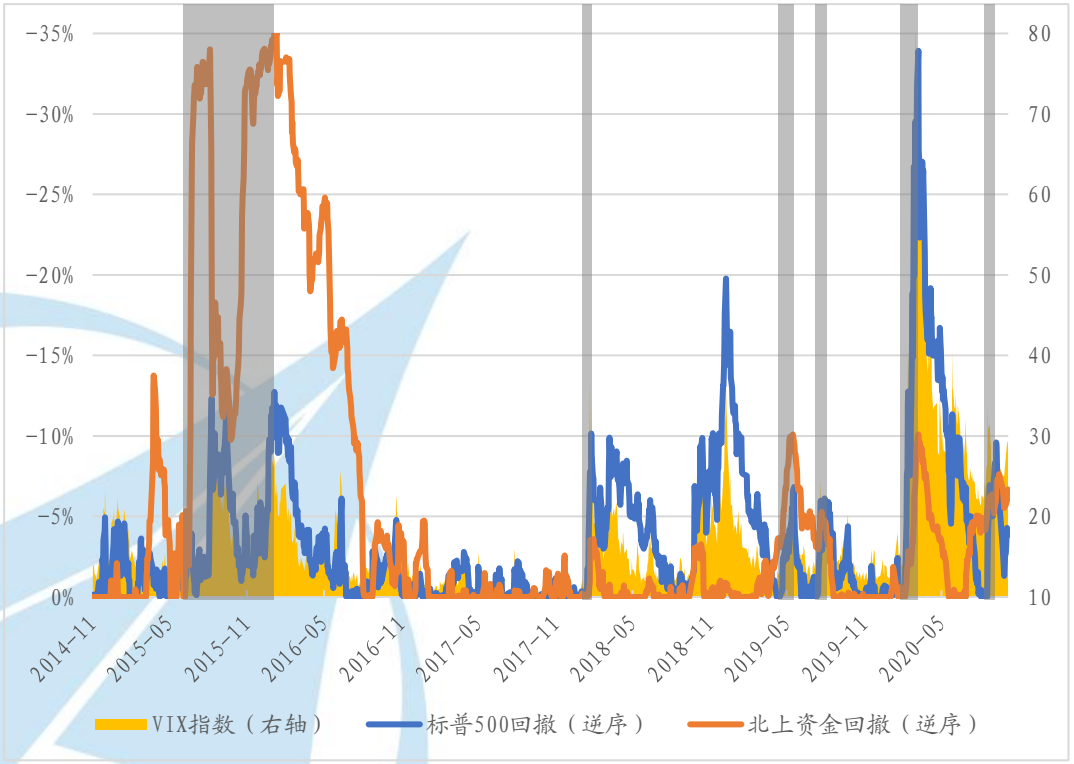
数据来源：Wind，中航证券研究所

站在全球资产配置的角度，北上资金作为外资投资中国沪深两市的重要交易渠道，其净流出量会受到作为“全球风向标”的美国股市的影响。**当美股下跌、风险偏好下降的时候，我们发现北上资金大概率会发生回撤现象**。我们以标普 500 指数回撤幅度来代表美股下跌的幅度，通过将其与北上资金的回撤幅度进行比较，虽然美股回撤幅度对北上资金回撤幅度的解释力度（R^2）较低，但还是可以发现基本上美股出现

超过 6.12%的回调，北上资金都会大概率同步出现净流出。

2014 年 11 月 17 日到 2020 年 10 月 21 日间美股总共出现 7 次超过 6.12%的回撤，与对北上资金到 A 股传导的回撤统计方法相同，先找到所有美股回撤幅度超过 6.12%的时间段，并前向推进找到距离最近的回撤幅度为 0%的时间点，标记为回撤开始日期。在回撤超过 6.12%的时间段里找到回调幅度最大的时间点，标记为结束日期，开始与结束日期间即为美股回撤周期。结果显示，7 次回调中有 6 次美股回调结束日期的北上资金净买入量小于开始日期，即美股 7 次回撤中有 6 次带动了北上资金的净流出。

图 2：标普 500 指数回撤幅度、VIX 指数与北上资金回撤幅度



数据来源：Wind，中航证券研究所

表 2：美股 7 次超过 6.12%的回撤中有 6 次带动了北上资金的净流出

	开始日期	结束日期	结束日期相对开始日期北上资金累计净买入量
第一次回撤	2015-05-22	2016-01-21	-24.87%
第二次回撤	2018-01-29	2018-02-09	-0.16%
第三次回撤	2018-09-26	2019-01-04	9.99%
第四次回撤	2019-05-06	2019-06-04	-5.73%
第五次回撤	2019-07-29	2019-08-15	-1.39%
第六次回撤	2020-02-20	2020-03-24	-9.72%
第七次回撤	2020-09-03	2020-09-24	-1.75%

数据来源：Wind，中航证券研究所

所以综合美股对于北上资金，以及北上资金对于 A 股的影响，我们可以得到一个较为完整清晰的传导路径，即**美股下跌、风险偏好下降（Risk off）→北上资金流出→A 股下跌**。

从多种大选结果的角度出发，我们认为拜登的当选或将会对美股造成短时间的冲击，进而通过北上资金这个渠道，造成 A 股的下跌。从历史经验来看，无论造成美股下跌的原因是否对中国有利，只要美股大幅下跌，北上资金流出，A 股都经历了同步下跌。有一些投资者认为拜登上台后中美关系可能边际改善，即使美股下跌，A 股也不会跟随美股的步伐下跌。但在北上资金造成的同跌不同涨这一路径影响下，拜登当选即使对中美关系有利，只要美股剧烈下挫，极大概率会影响到 A 股。

因为疫情的影响，今年美国选民选择邮寄选票的比例远远高于往年大选。特朗普曾多次表现对邮寄选票可能出现造假的担忧，并表示可能会拒绝承认大选结果。基于此种情况，特朗普否认败选目前可能是金融市场最大的担忧，我们在第三部分分析大选进入争议阶段后可能对市场造成的影响。

二、拜登当选对美股的影响

我们对大选结果对美股的影响做了以下判断：短期来看，若拜登在大选中获胜，对美股有短期偏空的影响。中长期角度，美国扩张型财政政策和宽松的货币政策基调已形成，大选结果对美股中长期影响不大。

在拜登获胜的情景下，我们对影响较为严重的美国行业及公司进行了汇总。整体来看，拜登在竞选中提出的主要观点将会对美国金融板块、能源板块、TMT 板块和医疗板块产生一定的负面影响，其中医疗板块相比其他三个板块表现较为中性，有利好因素存在。

金融板块上，拜登上台对其影响较为不利。拜登上台后或将公司税提高至 28%，金融业的整体盈利水平将受打压。彭博预计新冠疫情的冲击将会令美国银行（Bank of America）的收益下降 30%-40%，加税政策不利于利润的恢复。其次在特朗普任期内金融行业实行的“软监管”格局预计或将在拜登上台后结束，拜登提出的首个金融监管方案“重新界定信托责任”（Rethink fiduciary duty），会使经纪业务向收费业务转型，为节省经纪成本促使小规模顾问公司合并，开展被动投资。另一方面，拜登坚决要结束特朗普任期时提出的“附带权益税”(Carried Interest Taxation)优惠，这可能会导致私募基金和共同基金的附加权益税收将从长期资本利得税提升至所得税水平。

能源板块上，拜登上台对其影响较为不利。与特朗普政府相反，拜登上台将阻碍美国石油和天然气板块的发展，任何一个行业都可能受到政策风险的影响。拜登力求通过更加严格的汽车燃料排放标准并会加强对电动车的支持。拜登在总统任期内有较大可能会颁布相关立法来实现“脱碳”目标，使用油气资源的基础设施将会寻求可替代的清洁能源，燃料零售商和工业承包商也都会受到相关法令的影响而被迫增加成本或选择可再生能源。

TMT 板块上，拜登上台对其影响较为不利。未来互联网和科技巨头会面临较大的政策风险。亚马逊、苹果、脸书、谷歌、推特等科技公司可能会面临新的反垄断调查，短期竞争风险将会增加，阻碍互联网企

业在新的领域进行扩张。另一方面，反垄断调查将会有利于中小互联网公司获取市场，利好中小公司在行业中的创新。

医疗健康板块上，拜登的当选，对医疗行业的影响较为中性。两党对参议院最终控制的结果将会影响未来医疗行业的政策方向。拜登及民主党人在医疗健康上主张推进全民医保计划，降低药品价格，提供更为广泛的医疗保险福利。药品价格的下降将会使制药企业受到直接的影响。但对医院行业的影响则是双向的，对 ACA（Affordable Care Act，平价医疗法案）的进一步推进会使医疗行业的需求量上升，但同时会使保费从商业费率转向较低的医疗保险费率，对医院行业的盈利造成影响。对于医疗保险行业来说，虽然 ACA 保险费率的下降会对盈利端造成冲击，但同时也会为医疗保险行业带来更多商业机会。

表 3：拜登胜选对行业的影响

行业	主要观点	影响	受影响公司
金融行业	公司税提高至 28%; 恢复多德-弗兰克时代金融改革计划; 加大贷款的监管审查; 重新界定信托责任（Fiduciary Duty）; 更改“附加权益税”优惠（Carried Interest Taxation）	不利 - 2020 年受疫情影响，彭博估计 2020 美国银行收益下降 30%-40%，税率提高不利于盈利恢复，辉立资本预计影响美国银行 2021 财年净收入 6-8% - 拜登可能会结束资管行业软监管趋势：美国资管公司将面临更严格审查和可控的新成本 - 预计提出的首个金融监管方案：“重新界定信托责任”（“Rethink fiduciary duty”），使经纪业务向收费业务转型，为节省经纪成本促使小规模顾问公司合并，开展被动投资 - J.P. Morgan 等银行零售经济部门将被迫转向收费业务，BlackRock 等资管公司或将赢得市场 - 美国劳工部重新考虑信托责任可能会带来数十亿美元的实施成本 - 私募基金和共同基金短期内不会受到政策影响 - 拜登坚决要结束特朗普时提出的“附带权益税”（"carried interest taxation"）优惠，这可能会导致私募基金和共同基金的附加权益税收从长期资本利得税提升至所得税水平	资管行业：BlackRock，Vanguard，State Street，TD Ameritrade，E*Trade，Raymond James 金融：NYSE，NASDAQ，Wells Fargo，Fifth Third Bank，PNC Financials，Blackstones，KKR，Carlyle 银行：Bank of America，Wells Fargo，JPMorgan Chase，PNC Financial，US Bank，Truist 抵押：Fannie Mae，Freddie Mac，New Residential，Rocket，Wells Fargo，Chase，Bank of America，Truist，Citizens，PNC Financials，Ally 交易所：CME Group，Intercontinental Exchange
能源行业	阻碍油气开发; 降低燃料消耗	不利 - 石油和天然气行业受政府政策影响的风险很大，生产商的发展机会可能会受阻 - 严格的车辆燃油效率要求和对新能源的支持会减少燃料的需求	油气生产商：Chevron，Exxon Mobil，BP，Conoco，Shell，Occidental Petroleum，Schlumberger，Halliburton 精炼和零售：CVX，Valero，

		- 使用油气的基础设施将会寻求可替代的清洁能源 - 炼油厂和油气商会被迫适应，从而增加成本	Marathon，Phillips 66，Murphy USA， Casey
TMT 行业	严格的反垄断调查； 严格的监管； 出台新的联邦法律	**不利** - 对互联网、科技巨头公司进行更为严格的反垄断调查 - 联邦出台的相关法律预计不会改变现有的商业模式，但有利于中小互联网公司进入新领域，利好中小互联网公司在行业中的创新 - 新法律对巨头公司的影响：短期竞争风险加大，阻碍互联网巨头企业在新领域的扩张，危机其地位 - 业务成本增加	互联网：Amazon，Apple，Facebook，Google，Microsoft，Twitter 媒体：News Corp，Gannett，NYT，Tribune Publishing 科技：Apple，Google，Facebook，Amazon，Netflix
医疗行业	支持并进一步推进平价医疗法案（ACA）	**中性** - 两党对参议院的控制将影响未来医疗行业政策的方向 - 预计如果民主党同时获得参议院和白宫控制权，制药行业将会受到直接的政策影响 - 民主党派倾向于推进全民医保计划，降低药品价格，节省的准备金将用于提供其他健康保险及福利 - 对医院行业具有双向影响，ACA 将使医疗需求上升，对医院行业利好，但同时会使保费从商业费率转向更低的医疗保险费率，使医院盈利受损 - 预计民主党 ACA 法案会给医疗保险行业带来更多的商业机会	医院业：HCA，LifePoint，Tenet，Community Health，Quorum，United Health Services 制药业：Mylan，Teva，Pfizer，Novartis，Amgen，Roche，Merck，J&J，Abbott，Nova Nordisk，Abbvie，AstraZeneca，Eli Lilly，GSK，Bristol-Byers，Gilead，Bayer，Sanofi 医疗器械：PAT&Terson，Henry Stein，Zimmer Biomet，Straumann，SmileDirectClub，Sonova，GN store Nord，Demant，Cooper，Bausch Health，J&J，Alcon 管理式护理：Centene，Anthem，Molina，UnitedHealth，MetLife，Cigna，CVS

资料来源：Bloomberg，中航证券研究所整理

中长期角度，美国扩张型财政政策和宽松货币政策的基调已经形成，无论拜登或特朗普谁在大选中获胜，短期内财政政策和货币政策的基调不会被改变。

财政政策方面，特朗普旨在减税，而拜登则希望通过增加税收扩大财政收入。财政支出上特朗普计划

1 万亿美元用于基础设施建设，而拜登计划 2 万亿美元用于基础设施建设。对比来看，特朗普在财政收入与支出规模虽低于拜登，但净值上很难估算双方政策下的财政赤字规模。特朗普与拜登二人均支持对基建的发展，实施性较高，而税收改革能否推出则需要得到参众两院的支持，因而民主党与共和党对两院的控制将成为税收政策能否推出的决定性因素。总体而看，在新冠疫情的持续冲击下，无论拜登或特朗普在大选中获胜，财政政策上都会表现出扩张的趋势。

货币政策方面，美联储预计在 2022 年底前将继续维持低利率宽松的货币政策，并将至少在 2023 年才会开始加息。通过对比特朗普与拜登对美联储及主席鲍威尔的态度，我们发现特朗普曾多次对美联储施压，试图对美联储降息施加影响，拜登则更加认可美联储的政策，美联储货币政策的执行更为独立。不管是试图对降息施加影响还是认可美联储的独立性，在新冠疫情对美国经济造成冲击的大背景下，我们认为美国大选结果不会改变美联储超常规宽松的货币政策。

表 4：特朗普与拜登财政政策对比

	特朗普	拜登
财政收入	**减税** 将延续 2017 年《减税与就业法案》进一步推动税改，保护中产利益 欲进一步降低资本利得税（从 20%降低至 15%）	**加税** 提高最高个人所得税比率（从 37%提升至 39.6%） 提高企业所得税（从 21%提升至 28%） 提高企业海外盈利所得税（从 10.5%提升至 21%）
财政支出	**扩大基建，刺激经济** 去年曾为基建建设提出 2 万亿美元计划，但由于资金如何筹集未定，一直未推出 今年 6 月计划 1 万亿美元规模用于基建建设，包含道路桥梁等传统基础设施建设，以及 5G 基站与农村宽带的建设	**扩大基建，刺激经济** 规模为 2 万亿美元的“气候与基建计划”，用于绿色新能源投资和传统基建建设，实现 2035 年排放“脱碳”目标。

资料来源：特朗普竞选网站，拜登竞选网站，中航证券研究所整理

表 5：特朗普与拜登对货币政策的看法

	特朗普	拜登
货币政策（美联储）	**特朗普经常通过言语给美联储施压** 2019 年 8 月：美联储拒绝降息，特朗普指责美联储高利率会伤害美国经济 2019 年 9 月：美联储只降息 0.25%，特朗普对鲍威尔和美联储说“又失败了”——“没有勇气，没有理智，没有远见！” 2020 年 3 月：特朗普表示对美联储现在的做法不满意，“我有权更换鲍威尔，并让别人坐上美联储主席的位置”。同月，美联储将联邦基金利率降到接近于零的水平，特朗普则表示“鲍威尔赶上进度了，我对他感到	**拜登对美联储表示独立和尊重** 拜登曾对 CNBC 表示：“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”。 拜登竞选顾问伯恩斯坦（Bernstein）近期表示“很难找到所有可以形容鲍威尔工作能力的积极形容词”。

	满意。” 2020 年 6 月：特朗普对美联储对经济低迷的预测感到不满意称“美联储总是犯错，2021 年将会是美国经济最好的一年。”	

资料来源：特朗普竞选网站，拜登竞选网站，中航证券研究所整理

三、尾部风险实际可控：争议大选的影响

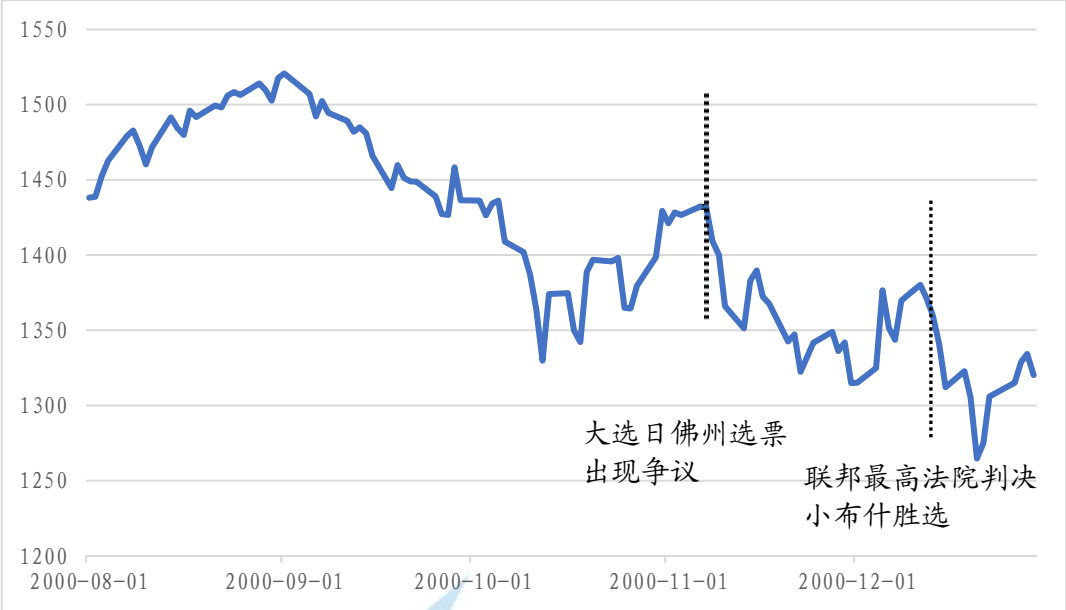
受疫情影响，2020 年美国大选邮寄选票占比相比往届大选较高，截至 10 月 19 日，美国有 2812 万人进行提前投票，是 2016 年同期的 4.7 倍，占 2016 年投票总数的 20.3%，机构普遍预测今年投票率将创历史高点。在有数据的 16 个州中，有 5185 万人申请了邮寄投票，其中民主党选民占比 45.4%，共和党选民占比 25.4%。目前仅有 1103 万票被寄回，其中民主党人占比 55.0%，共和党人占比 24.2%，由此可见共和党选民更倾向现场投票，而民主党选民更倾向邮寄投票，由于大选日期临近，预计将有大量选票无法在 11 月 3 日前寄达。特朗普多次表示邮寄投票有作假可能，并且拒绝承诺无论是否胜选都一定会接受选举结果，这使得公众担心 2020 年大选可能出现争议结果。美国历史上最近两次出现争议结果的美国大选分别是 2000 年小布什对戈尔，以及 1960 年尼克松对肯尼迪。我们对两次争议选举的过程和同期美股的走势进行研究，来分析美国大选出现争议结果时对美股的影响。

3.1 2000 年大选：小布什 vs 戈尔

2000 年，在佛罗里达州选票结果公布前，民主党候选人戈尔累计获得 250 张选举人票，共和党候选人小布什累计获得 246 张选举人票，拥有 25 张选举人票的佛罗里达州的最终结果则将决定哪位候选人将获得超过 270 票赢得总统大选。佛罗里达州计票结果显示，小布什仅比戈尔多了 1700 余张普选票，占佛州总投票的比重仅为 0.03%。根据佛州法律，双方差距在 0.5%以内时需重新计票。2000 年 11 月 10 日，佛州完成机器重新计票，小布什的领先幅度大幅缩小至 327 票，戈尔因此向地方法院申请进行人工重新计票。随后，双方就是否应该人工计票、在哪些地区进行人工计票、人工计票截止时间等问题进行了漫长的司法博弈。2000 年 12 月 9 日，联邦最高法院叫停佛州人工计票，并于 12 月 11 日开庭判决，不再进行人工重新计票，保留之前州务卿已签署的投票结果，戈尔最终在 2000 年 12 月 13 日宣布败选。

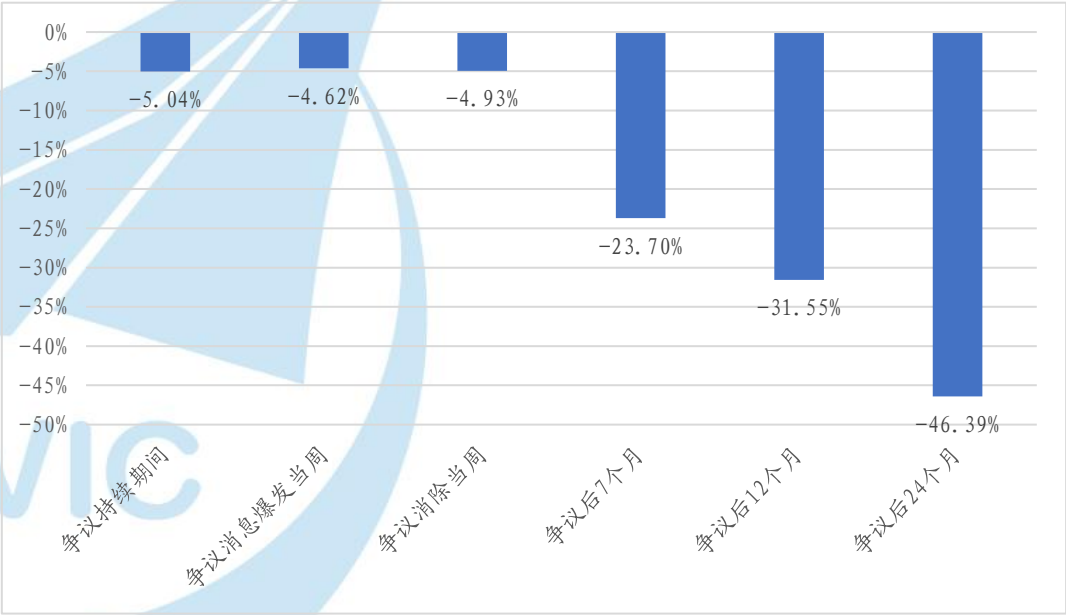
计票争议产生后，标普 500 指数持续下跌，累计跌幅一度达 8.17%，争议持续期间标普 500 指数下跌 5.02%；在最高法院判决过后迎来约 1 个半月的反弹期；但由于当时处在互联网泡沫破裂之后，美股短暂反弹后再次下跌。

图 4：2000 年大选争议期间标普 500 指数走势



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 5：小布什 vs 戈尔期间标普 500 指数表现



数据来源：Wind，中航证券研究所

美股在 2000 年大选的争议期间确实出现了下跌，但是还不能说明大选的争议是造成美股下跌的主要原因。2000 年大选的那一周（2000 年 11 月 6 日至 11 月 10 日），也就是争议爆发、不确定性被注入金融体系的当周，股市下跌了 4.62%。然而，在最高法院最终宣布小布什胜选，也就是不确定性被消除、靴子落地的一周（2000 年 12 月 11 日-12 月 15 日），股市也下跌了 4.93%，争议的消除并没有换来股市的反

弹。

美股在当时正处于互联网泡沫破裂后的熊市中，指数处于下行趋势。始于 2000 年夏末并持续了两年的熊市周期第一阶段，股价已经开始下滑。接下来在大选结束后的 7 个月，标普 500 指数下跌了 23.70%，大选后一年标普 500 累计下跌 31.55%，大选后两年指数下跌 46.39%。在这样的背景下，在争议持续的 36 天里 5.04%的跌幅更应该被看作是这一漫长下行周期中的一小部分，2000 年大选的争议结果不是导致美股下跌的主要因素。

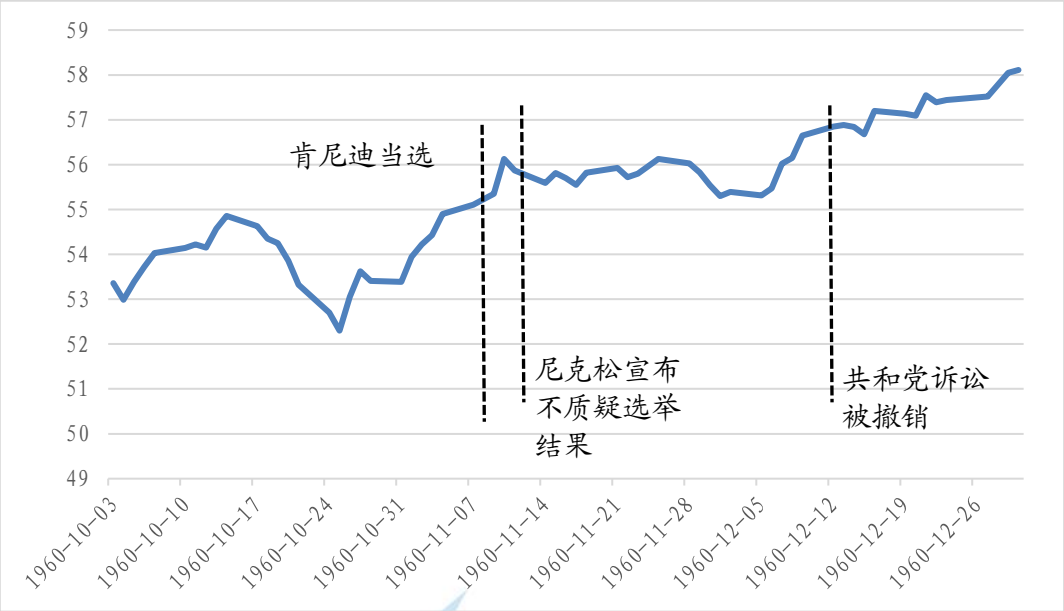
小布什与戈尔的对决，在短短一个多月的时间里，美国政治进程经历了一场曲折而前所未有的由各党派进行的一系列操作：重新计票、有争议选票、诉讼、禁令、法庭裁决、媒体狂热，而股市的表现则相对而言非常平静，没有崩溃，没有恐慌。因此，市场环境很重要。2000 年的大选争议过程证明市场并没有被大选争议的事件左右。

3.2 1960 年大选：尼克松 vs 肯尼迪

1960 年的选举中，共和党副总统理查德·尼克松和美国民主党参议员约翰·肯尼迪进行对决。这次普选的结果是 20 世纪最接近的一次，肯尼迪仅以大约 10 万张选票的优势击败尼克松，差距不到 0.2%。在全美范围内，肯尼迪在五个州(夏威夷、伊利诺斯、密苏里、新泽西和新墨西哥)以不到 1%的支持率击败尼克松，在德克萨斯州以不到 2%的支持率击败尼克松，因此许多共和党人对选举结果提出质疑，并尤其关注两个地方，德克萨斯州和伊利诺伊州。肯迪尼的竞选搭档林登约翰逊担任德克萨斯州的参议员，而伊利诺伊州则是芝加哥市长理查德·戴利领导的强大政治机器所在地，共和党人认为二人通过欺诈手段为肯尼迪赢得了所在州的选票。这两个州非常重要，因为如果尼克松同时获得这两个州的支持，他将获得 270 张选举人票，赢得大选。

尽管倾向共和党的报纸继续进行调查，并得出结论说这两个州都发生了选民欺诈，但尼克松没有对结果提出异议。

图 6：1960 年美国大选争议期间标普 500 走势



数据来源：Wind，中航证券研究所

选举于 11 月 8 日举行，肯尼迪宣布当选，11 月 9 日美股标普 500 指数上涨 0.44%，随后共和党人提出质疑，到 11 月 11 日尼克松宣布不对大选结果提出争议，期间股市上涨 0.9%，此后共和党人依然对结果不满，共和党主席特鲁斯顿·巴拉德·莫顿（Thruston Ballard Morton）要求重新计票。莫顿质疑了 11 个州的选举结果，但是没能推翻，12 月 13 日共和党的诉讼被撤销。在这段时间内，标普 500 指数上涨 2.76%，一直呈震荡上行走势，美国大选以及随后的争议没有对美股产生明显的影响。

四、总结与美国大选后投资建议

综合来看，我们认为如果美国大选结果导致美股大幅下跌，极大概率会同步造成 A 股下跌。但是具体分析有可能造成美股下跌的两种特定的选举结果（拜登当选/拜登当选后特朗普不承认败选），我们认为这两种情形对美股的影响是短期且较为可控的，并不会给美国带来系统性金融风险。

根据拜登的竞选主张，如果其当选，加税、加强反垄断调查、重新界定权益责任(Fiduciary Duty)等政策短期内有可能对美股造成负面冲击，但中长期来看拜登在财政、货币政策上保持与特朗普不相上下的扩张意愿，所以我们认为拜登当选对于美股的冲击也会是短期的扰动。

在拜登当选的基础上，市场目前更加担忧特朗普不承认败选（Contested Election）的情形。但是回顾 20 世纪以来的两次争议选举，选举结果出现的不确定性并未对股市造成直接的负面影响，股市在等待最终选举结果期间的表现更多地取决于当时所处的宏观经济背景。

目前中国经济四季度仍在复苏的趋势当中，M2 仍然高于名义 GDP 增速。盈利的复苏和货币的超发将为 A 股提供支撑。因此我们建议与其提前预判美股可能的下跌会给 A 股带来的短期负面影响，不如继续持有

仓位，一旦 A 股受大选和美股的影响出现下跌则可以考虑加仓。

风险提示：大选结果不同于预期

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。