東吴證券(國際)
SOOCHOW SECURITIES (INTERNATIONAL)

海外策略点评

历史上电视辩论以来，证券市场的表现

分析师
欧阳诗睿
(852) 3892 3120
ouyangshirui@dwzq.com.hk

事件

- **2020 年第一场总统辩论将于 9 月 29 日在俄亥俄州克利夫兰举行。11 月 3 日是 2020 年总统选举日，12 月 14 日是选举人团投票日。我们预计美国证券市场即将反应。**

观点

- **最近四次电视辩论到选举日期间，证券市场日波动与支持率每日变动高度相关：**

1. **每日凌晨公布的大选支持率数据对当日股票市场产生较大影响，统计结果显示**：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，四大股指（S&P 500, Nasdaq, Russell 3000, Dow Jones）当日平均上涨 1%。共和党支持率超出民主党支持率每扩大 1%，四大指数当日平均上涨 0.8%。
2. **债券市场也受到类似影响，尽管幅度较小：**执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，十年期国债收益率提升 0.014%（显著性极高，P<1%）。

- **从选举日到总统交接日期间，证券市场产生反应如下：**

1. **我们发现相比党派更替，执政党连任更有利于股市上涨。**例如，执政党连任时，道琼斯指数 79%的时间上涨；党派更替时，道琼斯指数 40%的时间上涨。党派连任相比党派更替，四大股指的平均回报率高出 6.1%。
2. **我们发现共和党比民主党上台更利于股市上涨。**历史上，共和党上台相比民主党上台，道琼斯指数的平均回报率高出 6.2%。
3. **债券市场呈现一致规律，执政党连任，债券收益率上行。**执政党连任时，十年期国债收益率 86%的时间抬升；党派更替时，十年期国债收益率 29%的时间抬升。党派连任相比党派更替，十年期国债收益率的平均回报率高出 4.5%。

- **研究机构普遍预期，新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例会大幅增加，选举结果或延迟知晓。**2016 年美国有 20%的人选择邮寄投票，今年可能增至 39%；收集邮寄选票的截止日期由各州确定，可晚于大选日，最晚的华盛顿州是 11 月 23 日。相比现场投票，邮寄投票所需的计票流程更复杂，时间更久。因此，今届大选结果或要到 12 月初才见分晓。
- **风险提示：**历史不一定重演；邮政投票存在延迟和造假可能性；特朗普与拜登若不承认选举结果，可能转向寻求法律裁决。

1. 电视辩论至大选日

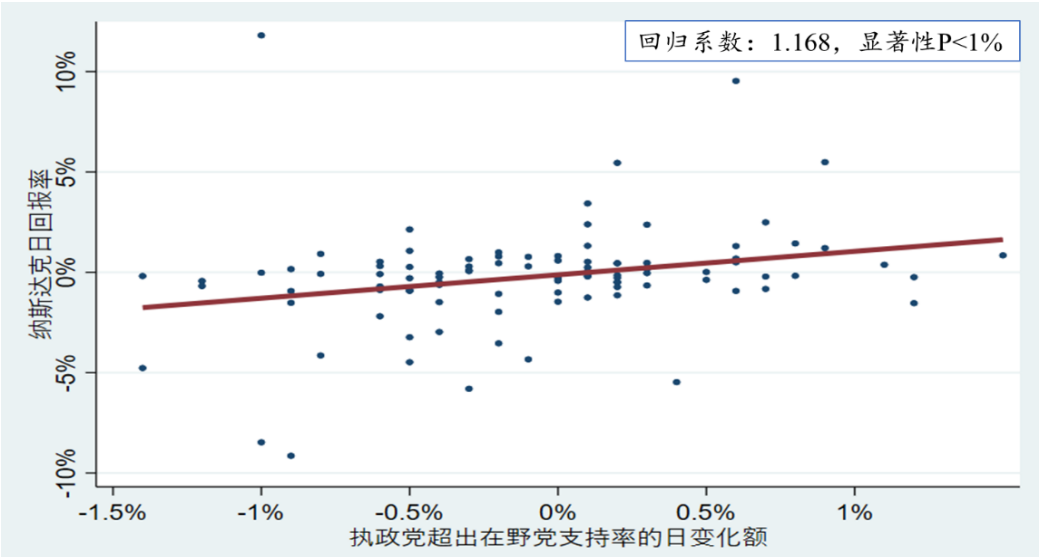
最近四次电视辩论到选举日期间，证券市场日波动与候选人支持率每日变动高度相关。**我们分析了标普 500、纳斯达克指数、罗素 3000 指数和道琼斯指数，下文简称四大股指。**

1.1. 相比党派更替，执政党连任更有利于股市上涨。

每日凌晨公布的大选支持率数据对当日股票市场产生较大影响，统计结果显示：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，四大股指当日平均上涨 1%。其中，纳斯达克指数当日收盘时平均收获 1.17%的回报率，标普 500 回报率 1.12%，罗素 3000 回报率 1.11%，道琼斯指数 0.65%。模型普遍具有 P<10%的显著性，最好拟合模型 P<1%。

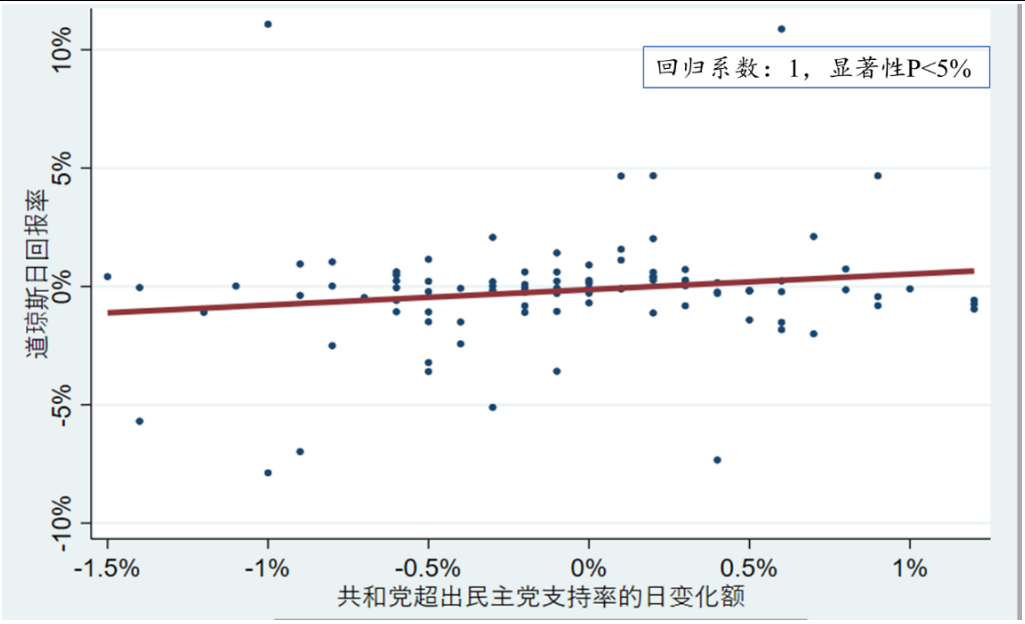
而两党之间，共和党支持率超出民主党支持率每扩大 1%，四大指数当日平均上涨 0.8%。纳斯达克指数上涨 0.72%，标普 500 上涨 0.79%，罗素 3000 上涨 0.78%，道琼斯指数上涨 1%。模型普遍具有 P<10%的显著性。

图 1：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，纳斯达克指数当日上涨 1.17%



数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

图 2：两党之间，共和党支持率超出民主党支持率每扩大 1%，道琼斯指数当日上涨 1%

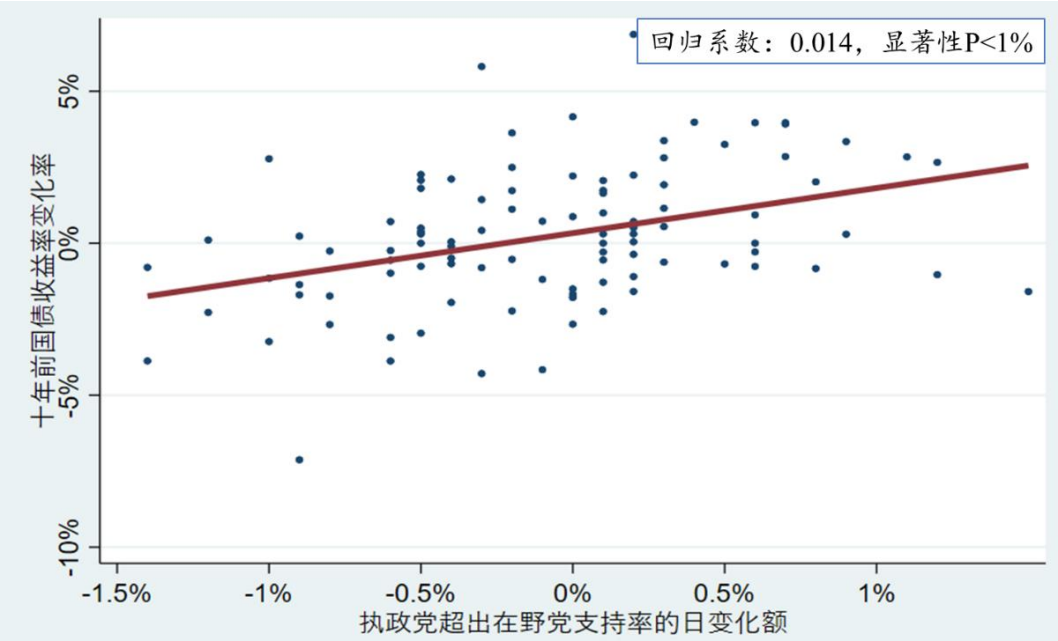


数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

1.2. 债券市场也受到类似影响，尽管幅度较小

执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，十年期国债收益率提升 0.014%（显著性极高，P<1%）。原因之一可能是，若党派更迭，后续政策推出和落地的不确定性导致投资者风险偏好降低，利率下行。若无党派更迭，投资者则追求风险资产，抛售国债。

图 3：执政党支持率超出在野党支持率每扩大 1%，十年期国债收益率提升 0.014%（显著性极高，P<1%）



数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

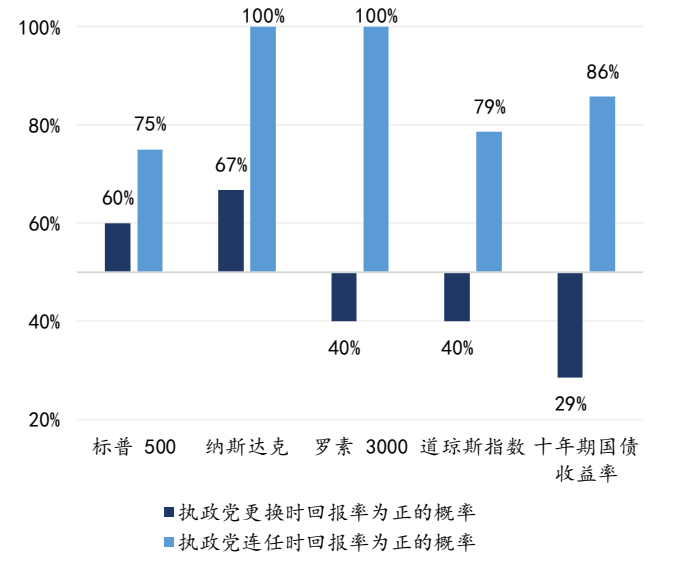
2. 大选日至总统交接日

1924 年至今，从选举日到交接日期间，是否存在党派更替、民主还是共和当选均对证券市场产生影响。

2.1. 权益市场：执政党连任比党派更替更有利于股市上涨。

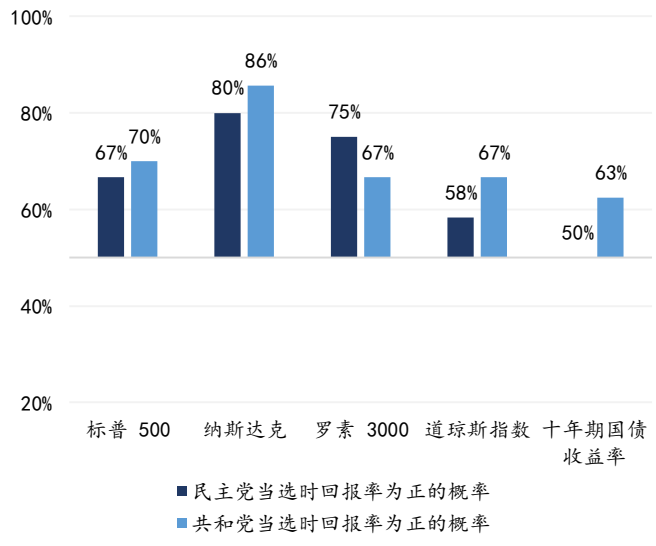
1924 年至今，从选举日到总统交接日，我们发现执政党连任比党派更有利于股市上涨。例如，执政党连任，道琼斯指数 79%的时间上涨；党派更替，道琼斯指数仅有 40%的时间上涨。党派连任相比党派更替，四大股指的平均回报率高出 6.1%。

图 4：从选举日到总统交接日，我们发现执政党连任相比党派更替更有利于股市上涨



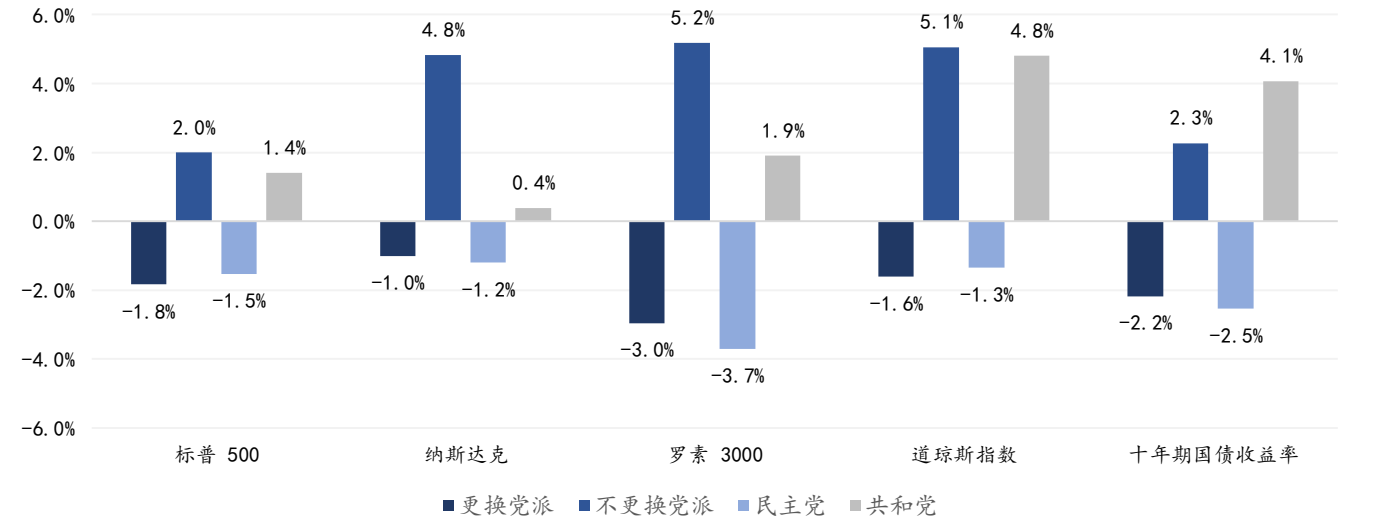
数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

图 5：从选举日到总统交接日，我们发现共和党上台比民主党上台更利于股市上涨



数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

图 6：1924 年至今历次大选，从大选日到交接日，不同情形下，股债的平均回报率



数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

2.2. 权益市场：共和党比民主党上台更利于股市上涨

我们发现共和党比民主党上台更利于股市上涨。历史上，共和党上台相比民主党上台，道琼斯指数的平均回报率高出 6.2%。

2.3. 债券市场呈现一致规律，执政党连任往往伴随债券收益率上行

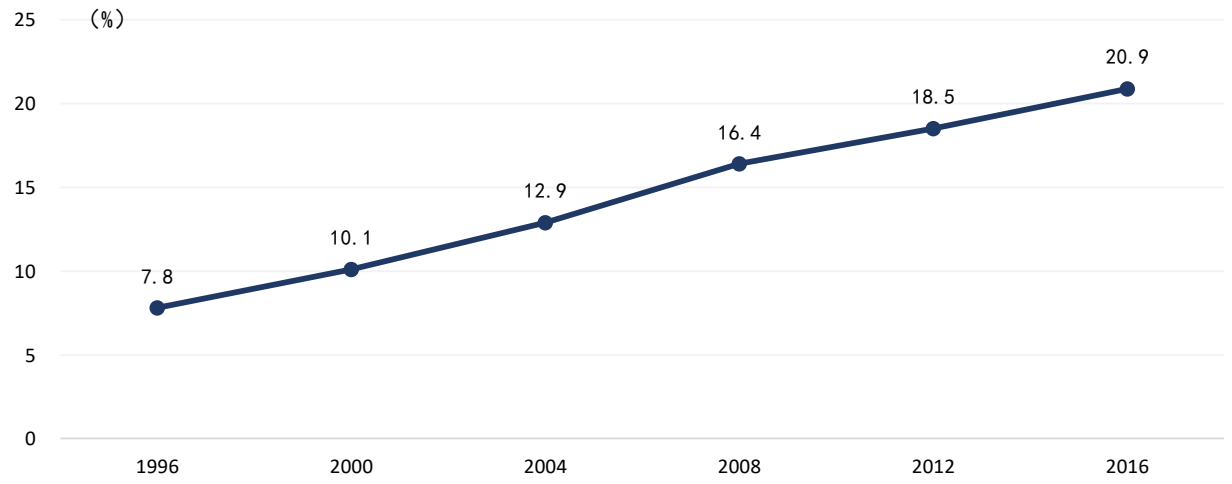
相比党派更替，执政党连任通常伴随着债券收益率上行。执政党连任，十年期国债收益率 86%的时间抬升；党派更替，十年期国债收益率仅有 29%的时间抬升。党派连任相比党派更替，十年期国债收益率的平均回报率高出 4.5%。

3. 邮寄选票比例可能大幅上升，选举结果可能无法在大选日确定

研究机构普遍预期，新冠疫情蔓延下，邮寄选票的比例激增，选举结果或延迟知晓。2016 年全国有 20%的人选择邮寄投票，今年可能增至 39%。全美 25 个州规定，投票只要在 11 月 3 日前盖上邮戳，于特定日期前到底即为有效。这个截止日期由各州确定，最晚的华盛顿州设为 11 月 23 日。这二十五个州的投票席位占据选举人团 65%的席位。邮寄投票所需的计票流程更复杂，时间更久。因此，今届大选结果或要到 12 月初才见分晓。

邮寄选票的结果还可能受到两党质疑，若最终重新计票，诉诸法律程序，会僵持更久。2000 年，布什与戈尔就曾在最高法院花费一个多月时间，解决弗洛里达州是否重新计票的问题。

图 7：1996 至 2016 年，全国选民中，邮政投票的比例逐年增加



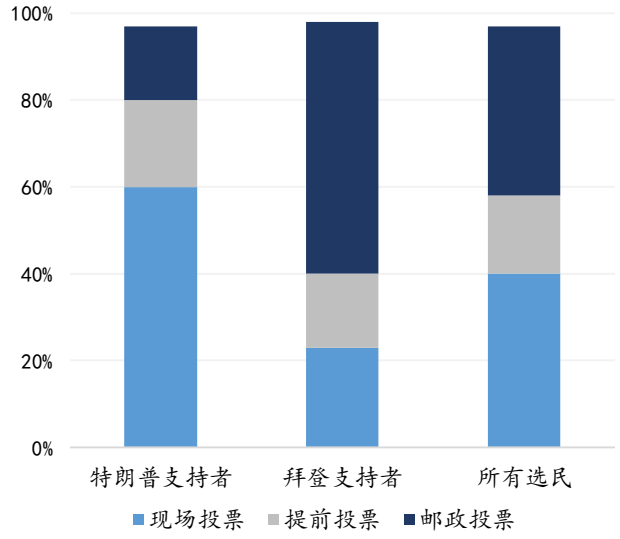
数据来源：Pew Research Center，东吴证券（国际）

图 8：全美有 36 个州支持选民邮政投票，10 个州邮政投票是首选方式，另有 5 个州邮政投票需提供理由



数据来源：CNN，东吴证券（国际）

图 9：近六成拜登支持者将选择邮政投票，不足二成特朗普支持者将选择邮政投票



数据来源：Pew Research Center，东吴证券（国际）

4. 风险提示

历史不一定重演；民调结果偏差过大；邮政投票存在造假可能性，因此特朗普败选可能质疑选举合法性并拒绝离开白宫。

5. 附录

图 10：1924 年至今历次大选，大选当日的股指回报率及国债收益率变化

大选年	是否更换党派	获胜党派	标普 500	纳斯达克	罗素 3000	道琼斯	十年期国债收益率
1924	否	共和党				1.2%	
1928	否	共和党	1.2%			1.2%	
1932	是	民主党	-4.4%			-4.5%	
1936	否	民主党	1.5%			2.3%	
1940	否	民主党	-3.3%			-2.4%	
1944	否	民主党	-0.2%			-0.3%	
1948	否	民主党	-4.6%			-3.8%	
1952	是	共和党	0.3%			0.4%	
1956	否	共和党	-1.0%			-0.9%	
1960	是	民主党	0.4%			0.8%	
1964	否	民主党	0.0%			-0.2%	0.0%
1968	是	共和党	0.2%			0.3%	-0.2%
1972	否	共和党	-0.6%	-0.4%		-0.1%	0.5%
1976	是	民主党	-1.1%	-1.1%		-1.0%	0.8%
1980	是	共和党	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%	1.2%
1984	否	共和党	1.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%
1988	否	共和党	0.4%	0.4%	0.4%	0.1%	-0.4%
1992	是	民主党	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.3%
1996	否	民主党	1.0%	0.7%	0.9%	0.7%	-1.2%
2000	是	共和党	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.2%
2004	否	共和党	0.0%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.6%
2008	是	民主党	4.1%	3.1%	3.8%	3.3%	-4.8%
2012	否	民主党	0.8%	0.4%	0.8%	1.0%	4.0%
2016	是	共和党	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	1.6%

数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

图 11：1924 年至今历次大选，大选日至总统交接日期间的股指回报率及国债收益率变化

大选年	是否更换党派	获胜党派	标普 500	纳斯达克	罗素 3000	道琼斯	十年期国债收益率
1924	否	共和党				17.3%	
1928	否	共和党	0.0%			20.4%	
1932	是	民主党	-15.6%			-12.7%	
1936	否	民主党	2.4%			2.9%	
1940	否	民主党	-3.0%			-2.1%	
1944	否	民主党	2.8%			3.1%	
1948	否	民主党	-2.7%			-0.6%	
1952	是	共和党	6.0%			6.2%	
1956	否	共和党	-5.8%			-3.1%	
1960	是	民主党	8.3%			5.3%	
1964	否	民主党	1.7%			2.5%	0.7%
1968	是	共和党	-1.5%			-1.9%	5.9%
1972	否	共和党	4.3%	0.1%		3.6%	3.2%
1976	是	民主党	1.0%	8.6%		0.3%	-2.4%
1980	是	共和党	0.2%	1.4%	-0.1%	-0.3%	-0.9%
1984	否	共和党	2.8%	6.3%	3.4%	1.4%	-2.3%
1988	否	共和党	4.2%	4.2%	4.0%	5.1%	1.7%
1992	是	民主党	3.2%	15.4%	5.0%	-0.3%	-3.7%
1996	否	民主党	8.8%	11.0%	8.9%	12.5%	4.5%
2000	是	共和党	-6.2%	-19.3%	-7.1%	-3.4%	-10.9%
2004	否	共和党	4.0%	3.1%	4.4%	4.3%	2.8%
2008	是	民主党	-19.9%	-19.1%	-19.5%	-17.4%	-36.2%
2012	否	民主党	4.5%	4.4%	5.2%	3.5%	5.2%
2016	是	共和党	6.2%	7.0%	6.9%	8.2%	33.0%

数据来源：Bloomberg，RCP，东吴证券（国际）

免责声明

东吴证券公司投资评级标准：
买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券行业投资评级标准：
增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

免责声明

本报告由东吴证券国际经纪有限公司编写。本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，在任何司法管辖权下的地方均不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品、交易策略或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致东吴证券(香港)金融控股有限公司的子公司东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」）须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。东吴证券国际可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a)本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b)其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。东吴证券国际之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。收件人如对本报告内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应根据香港法律管辖及解释。

一般披露事项

东吴证券国际及其高级职员、董事及雇员（包括编制或刊发本报告之相关人士）可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。东吴证券国际可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。东吴证券国际一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。
本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需求。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知，本报告任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

东吴证券国际之政策：
刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。
东吴证券国际与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。
东吴证券国际及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808（客户服务）
Fax 传真：(852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855（客户服务）