如果拜登获胜，美国股市会如何？

2020 年 08 月 21 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理 冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

事件

■ **市场的普遍预期是拜登即将出任下一届美国总统，他的上任会给美国资本市场带来怎样的影响？**

观点

■ **拜登加税政策的影响**

拜登的加税计划主要将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，把最高个人所得税率从 37％恢复到 39.6％。其影响可能有：

1. 2021 年标普 500EPS 增速预计下降 12%：拜登的加税计划将把 2017 年特朗普 TCJA 从 35%降至 21%的税率重新提高一半。2018 年美国企业超过一半的 EPS 增长都来自于 TCJA 减税的影响。**预计拜登的加税政策将会使 2021 财年标普 500 的 EPS 增速与目前预期相比将降低约 12%。**

2. 对科技、金融和材料行业影响最大：根据标普 500 的官方统计和对于各行业 2017-2018 年期间 EPS 增长情况的分析，**对于税收变化最为敏感的行业是科技、金融和材料。**然而到目前为止，还没有看到这些行业的股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应。2017 年在特朗普减税计划真正实施之前，price in 政策的情况也并不明显。**目前为止，疫情和美国财政刺激带来的影响仍然主导着美国市场，而加税政策如果真正实施，对市场涨幅的实质性影响预计在 2021 年体现。**

3. 美元短期有可能走强：参考减税后的经验，在 2017 年 11 月 2 日特朗普签署 TCJA 后，美元快速下跌，直到 2018 年 2 月才开始反弹回升。布什在 2004 年签署减税的 Homeland Investment Act 后，情况也十分类似。其中原因可能包括减税政策提升美国的财政赤字，引发市场担忧，同时，美国税改除了利好美国经济，也在短期内营造出一种全球经济景气度上行、从而带动其他市场的资产价格上升的情绪。**反过来看，如果拜登推行加税政策，由于赤字减少，在实施初期美元有可能走强，尽管长期美元仍然有走软风险。**

■ **拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？**

1. 今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大：3 月美股下跌主要是疫情导致的，不是拜登支持率上升的后果。但是由于拜登获胜还未成定局，市场可能还没有 price in 拜登上任的影响。

2. 拜登的其他政策主张对行业表现的实质性影响尚未体现：拜登支持医药和新能源行业发展，但这些政策预期还没有体现在股价表现中。

3. 拜登获胜不会影响美国市场的长期发展：尽管我们对明年美国权益市场的表现较为谨慎，**但是也认为美国的长期绝对竞争力不会减弱。长期来看美股的业绩增长和收益相对大多数其他资产类别仍有较强的吸引力。**比如，1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例反而有所增加。

■ **风险提示：**拜登未能获胜，本篇报告基本假设失效。税收计划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。

相关研究

1、《策略点评 20200810：中美贸易协定中期成果不及目标，半年度回顾两大看点》2020-08-10
2、《策略点评 20200806：黄金还能上车吗？一些风险信号》2020-08-06
3、《东吴证券月度策略及金股组合：依然看好市场保持活跃：依然看好市场保持活跃》2020-07-31
4、《策略点评 20200729：黄金还能继续牛吗？》2020-07-29
5、《二季度基金持仓行为分析：二季度基金持仓行为分析》2020-07-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 拜登加税政策的影响 4
1.1. 预计 2021 年标普 500EPS 增速与目前预期相比将降低约 12% 4
1.2. 加税政策对哪些行业影响最大？ 6
1.3. 加税政策会对美元的走势造成什么影响？ 8
2. 拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？ 9
2.1. 今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大 9
2.2. 拜登的其他政策主张对权益市场行业表现的实质性影响尚未体现 10
2.3. 拜登获胜不会影响美国市场的长期发展 11
3. 风险提示 12

图表目录

图 1：市场对于标普 500 2018 财年的 EPS 增速预期在 2017-2018 年期间发生了较大的变化 ... 4
图 2：根据过去 50 年标普 500EPS 年度增速的中位数为 8% ... 5
图 3：FY2018 标普 500 行业 EPS 同比增速 ... 6
图 4：目前还没有看到对税收敏感的行业股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应 ... 7
图 5：受到税收影响最大的一部分科技公司也依然在持续超涨标普 500 ... 7
图 6：2018 年后科技相对标普 500 的超额涨幅才显著扩大，材料和金融没有受到明显提振 ... 8
图 7：2017 年 11 月 2 日签署 TCJA 后，美元兑欧元快速下跌 ... 9
图 8：美元兑人民币、日元也呈现出相似的趋势 ... 9
图 9：2017 年欧元区、日本通胀回升 ... 9
图 10：拜登的胜率与市场的涨幅甚至呈现出了一定的正相关性 ... 10
图 11：特朗普的工作认可度在 3 月大幅下降 ... 10
图 12：医疗保险公司涨幅在 3 月 4 日跳升 ... 11
图 13：医药涨幅受疫情影响更大 ... 11
图 14：特斯拉相对福特的涨幅越发明显 ... 11
图 15：1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例有所增加 ... 12

表 1：市场在 2017-2018 年期间对标普 500 做出的盈利预测 ... 5

1. 拜登加税政策的影响

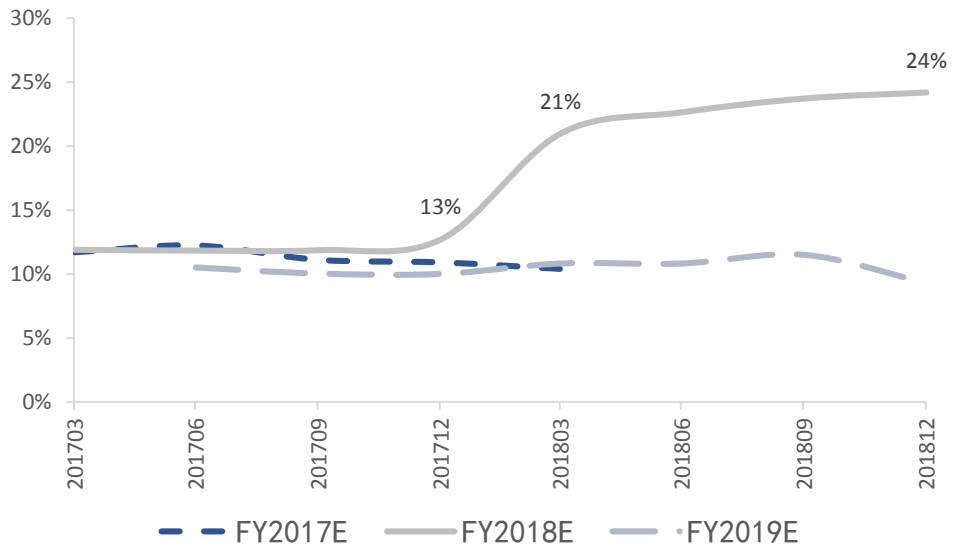
拜登即将出任下一届美国总统的民调支持率正在逐渐攀升。由于其在加税政策方面的主张，拜登的上任可能将会给美国企业盈利带来负面的冲击。拜登的加税计划将把针对国内收入的企业税率从21%提高到28%，把最高个人所得税率从37%恢复到39.6%。此外，对于年收入超过100万美元的纳税人，不再特殊处理长期资本利得，而是按照个人所得税率进行征税。

1.1. 预计2021年标普500EPS增速与目前预期相比将降低约12%

讨论拜登的加税政策会使美国企业盈利遭受多大程度的冲击，**首先需要探究特朗普的Tax Cuts and Jobs Act（TCJA）给美国企业带来了多少利润增长。**特朗普的TCJA签署于2017年12月22日，于2018年1月1日生效，涉及大量改革政策，主要包括：1.将企业税率从35%降低到21%，同时在5年内将投资从企业的税基中扣除；2.暂时简化和减少个人所得税；3.降低小企业所有者的所得税；4.取消对美国企业股东的跨国公司收入的大多数征税，并对美国公司的一些海外业务征收最低税。

如果观察彭博资讯披露的市场在2017-2018年期间对标普500做出的盈利预测，可以发现，**市场对于2018财年的预期在此期间发生了较大的变化。**截至2017年四季度，对标普500在2018财年的EPS增速预测仅为13%左右，而从2018年一季度开始，对2018年财年的预测大幅上升至20%以上，并在2018年四季度时达到了24%。从财政季度的盈利预测来看，预期变化最大的是2018年第二季度，从2017年三季度预测的11%上升至2018年三季度预测的24%。

图1: 市场对于标普500 2018财年的EPS增速预期在2017-2018年期间发生了较大的变化



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

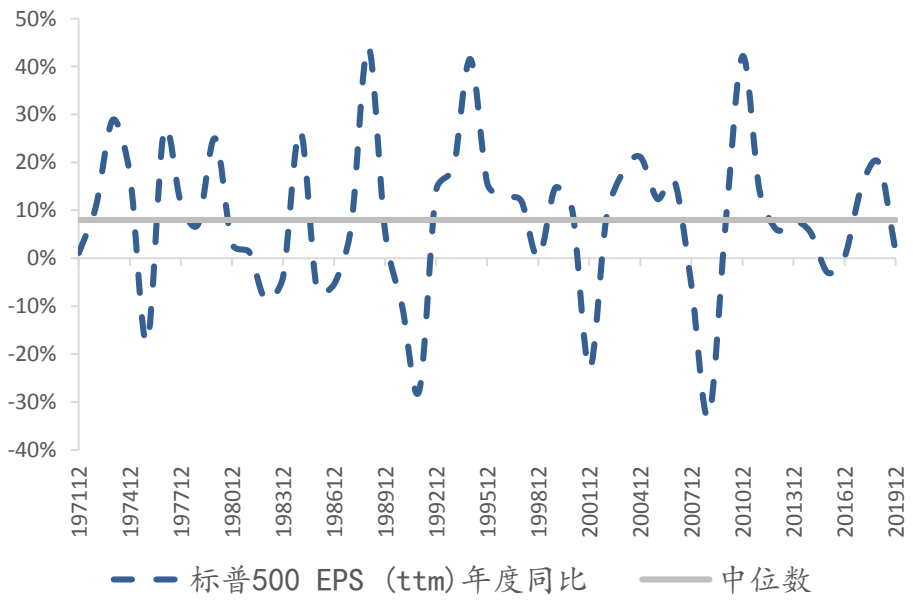
表 1：市场在 2017-2018 年期间对标普 500 做出的盈利预测

预测时点	盈利季度 EPS 增速								
	2016Q4E	2017Q1E	2017Q2E	2017Q3E	2017Q4E	2018Q1E	2018Q2E	2018Q3E	2018Q4E
2017/3/31	5.70%	9.70%	8.80%	8.80%					
2017/6/30		14.01%	7.20%	8.83%	13.77%				
2017/9/30				5.84%	11.98%	9.08%	10.56%		
2017/12/31				7.66%	11.03%	11.14%	11.41%		
2018/3/31					16.10%	16.84%	19.39%	21.10%	
2018/6/30						24.42%	19.88%	22.29%	18.73%
2018/9/30							24.43%	19.89%	18.10%
2018/12/31								25.82%	14.39%

数据来源： Bloomberg，东吴证券研究所

如果简单估算，根据过去 50 年标普 500EPS（ttm）增速的中位数来看，长期的增长水平可能在 8%-10%。那么可以粗略认为，**2018 年美国企业超过一半的 EPS 增长都来自于特朗普 TCJA 的影响。**

图 2：根据过去 50 年标普 500EPS 年度增速的中位数为 8%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

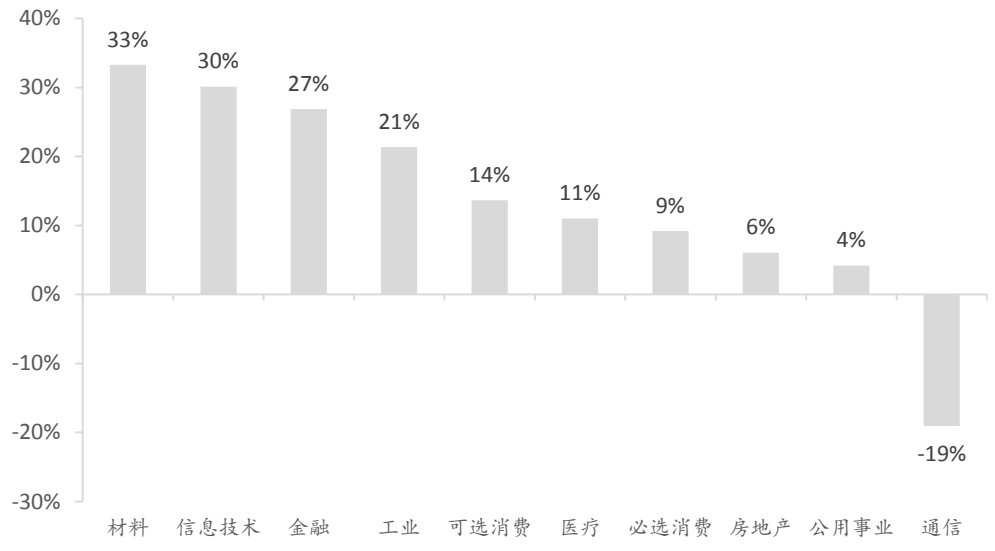
而拜登的加税计划将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，也就是把 2017 年 TCJA 从 35%降至 21%的税率重新提高一半。由于除了企业税收政策之外，企业收益

还会受到监管、贸易政策、政府支出等政策措施的影响，因此这项政策对于市场的冲击难以精准量化，但预计将会使 2021 财年标普 500 的 EPS 降低至少 10%以上。目前彭博资讯披露的市场对于 2020 年标普 500EPS 的一致预期约为$130，对 2021 年 EPS 预期约为$162，**若 2021 年 EPS 降低 10%，则 2021 年的 EPS 增速与目前预期相比将降低约 12%。**

1.2. 加税政策对哪些行业影响最大？

根据标普 500 的官方统计和对于各行业 2017-2018 年期间 EPS 增长情况的分析，对于税收变化最为敏感的行业是科技、金融和材料。如果拜登的加税计划成功得以实施，这些行业受到的负面影响应该最大。然而到目前为止，我们似乎**还没有看到这些行业的股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应，受到税收影响最大的一部分科技公司也依然在持续超涨标普 500。**如果对比这些行业 2017-2018 年期间的表现，可以发现，**在特朗普减税计划真正实施之前，price in 政策的情况并不明显，**尽管减税计划在 2017 年 2 月就开始被特朗普提及，此后也经过了数轮商讨。而在 2018 年政策生效后，科技相对标普 500 的超额涨幅才显著扩大，而材料和金融没有受到明显的提振。这一现象说明，目前市场对拜登的加税计划尚未作出任何反应是较为正常的情况。**目前为止，疫情和美国财政刺激带来的影响仍然主导着美国市场，而加税政策如果真正实施，对市场涨幅的实质性影响预计在 2021 年体现。**

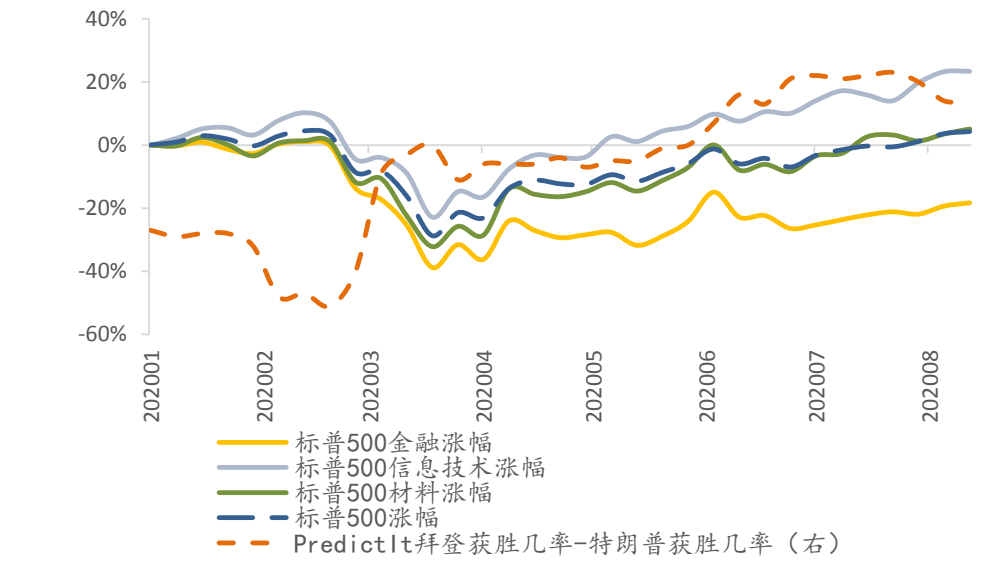
图 3：FY2018 标普 500 行业 EPS 同比增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

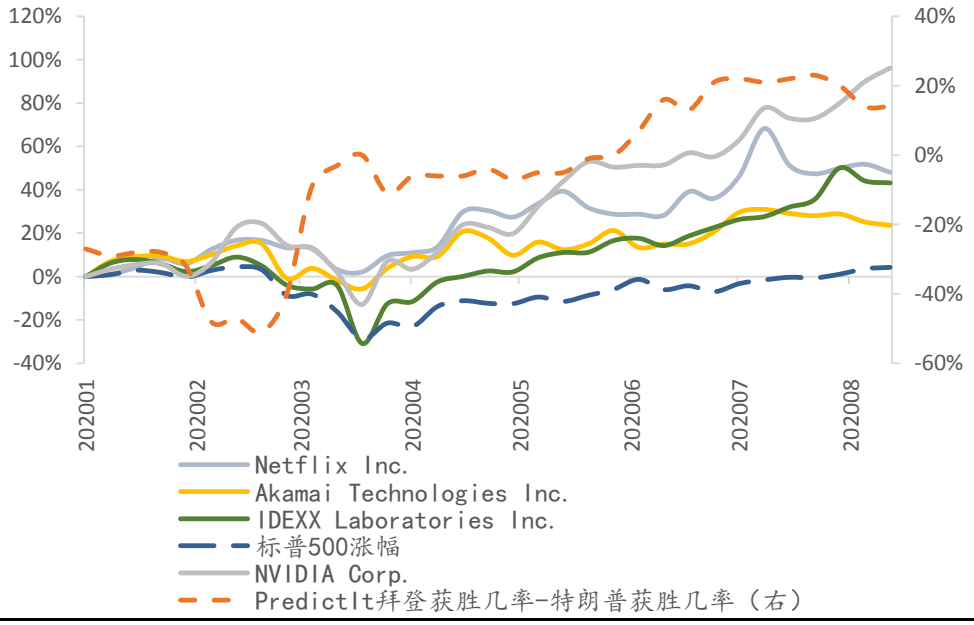
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：目前还没有看到对税收敏感的行业股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

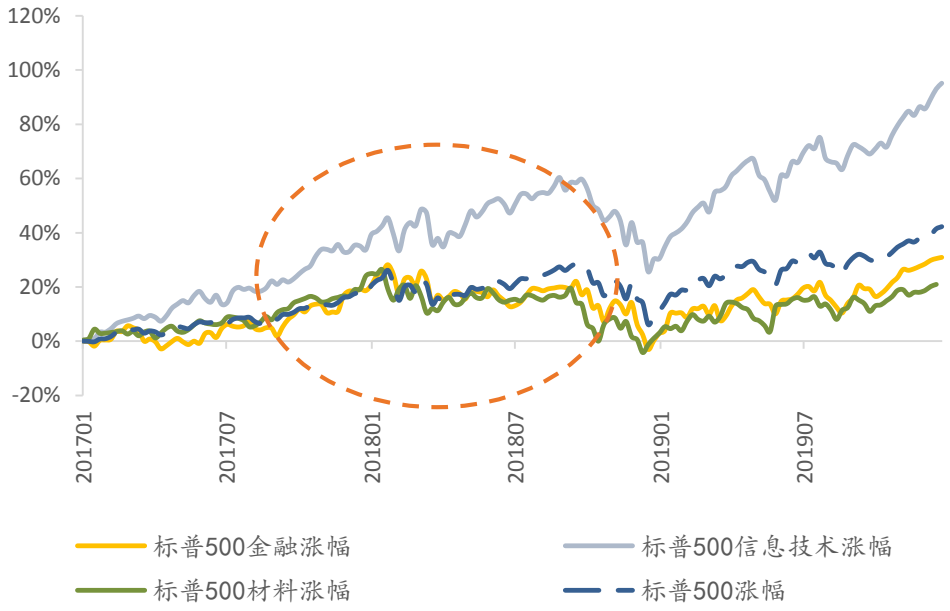
图 5：受到税收影响最大的一部分科技公司也依然在持续超涨标普 500



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：2018 年后科技相对标普 500 的超额涨幅才显著扩大，材料和金融没有受到明显提振



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

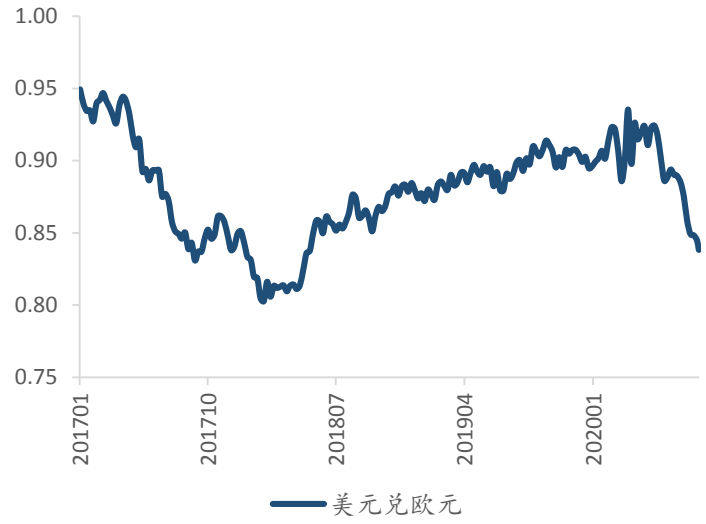
1.3. 加税政策会对美元的走势造成什么影响？

传统观点认为，美国税改大幅降低了企业税率，促使跨境公司将利润汇回美国，同时减税利好推动美国企业业绩，加速全球资本流入美元资产。然而与预期不同，**在 2017 年 11 月 2 日特朗普签署 TCJA 后，美元兑欧元快速下跌，直到 2018 年 2 月才开始反弹回升。**美元兑人民币、日元也呈现出相似的趋势。布什在 2004 年签署 Homeland Investment Act，规定企业将海外收入汇回国内可享受税收减免后，情况也十分类似，美元先是在两个月内走弱，然后才开始上涨。

这一现象有几种可能的解释。**首先，减税政策提升美国的财政赤字，引发市场担忧。因此初期美元指数有所下跌。之后美国企业业绩大幅上行，资金回流美国，美元指数走强。其次，美国税改除了利好美国经济，也在短期内营造出一种全球经济景气度上行、从而带动其他市场的资产价格上升的预期。**尤其是在 2017 年，由于全球经济处于同步复苏状态，欧央行开始计划退出 QE，欧元区、日本通胀回升，当时的这种氛围尤其明显。基于以上历史回顾，我们认为，**如果拜登推行加税政策，赤字减少，美元指数短期有可能走强，尽管美元指数长期下行的风险依然存在。**

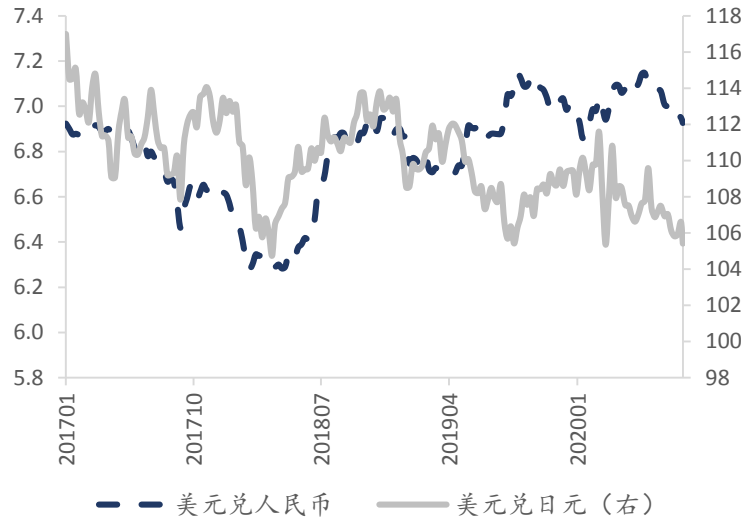
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：2017 年 11 月 2 日签署 TCJA 后，美元兑欧元快速下跌



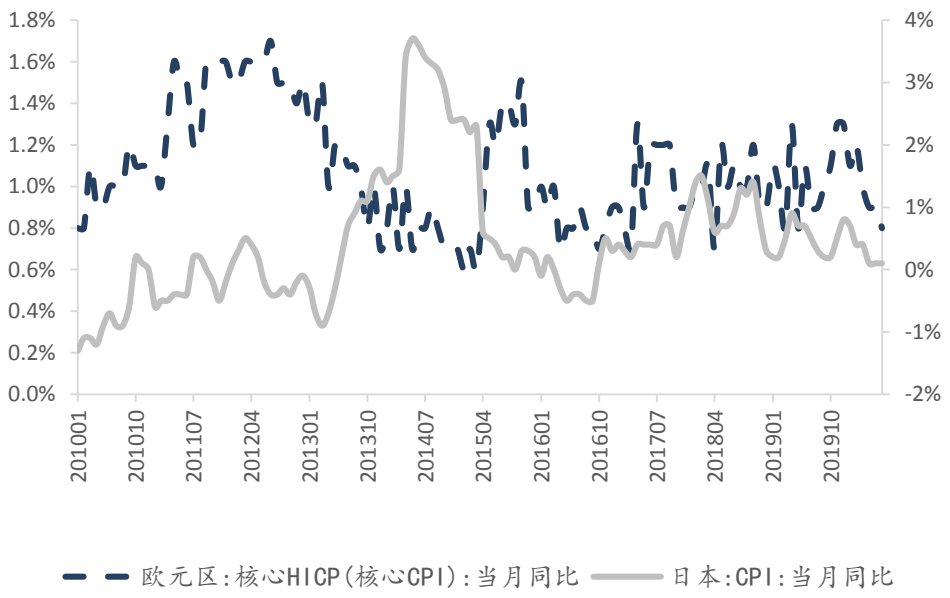
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：美元兑人民币、日元也呈现出相似的趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2017 年欧元区、日本通胀回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？

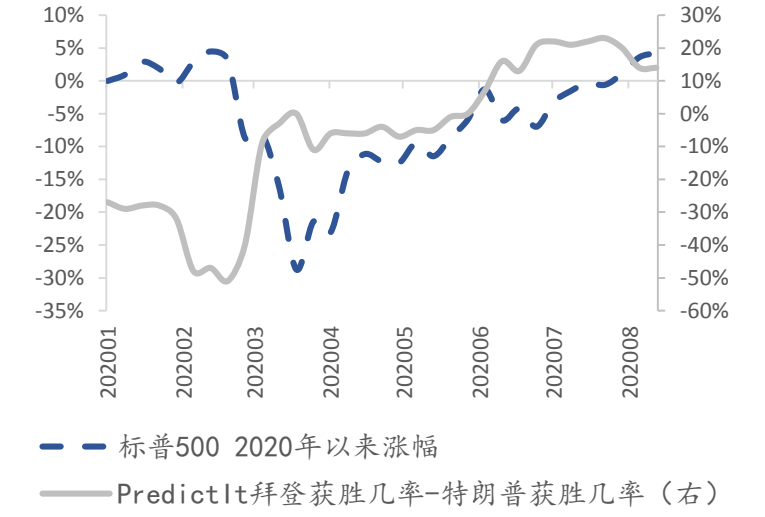
2.1. 今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大

如果大多数人预期拜登出任美国总统将给资本市场带来负面冲击，那么我们应该可

以观察到拜登的上任概率和市场的走势呈现出明显的负向关系，而美股应该最快反映出这一趋势。**然而，如果使用 PredictIt 公布的拜登与特朗普获胜概率的差值与标普 500 今年以来的涨幅进行对比，这一负相关性并不明显。**3 月中旬之后，拜登的胜率与市场的涨幅甚至呈现出了一定的正相关性。**2 月中旬到 3 月中旬期间，这两个指标呈现出了比较明显的负相关性，但是考虑到 3 月是美国的确诊高峰，拜登支持率的走高与股市的大幅下跌更可能都是由疫情导致的，而非拜登的获胜概率提高导致了股市下跌。**可以看出，疫情导致了特朗普的工作认可度在 3 月大幅下降，从而提高了拜登的支持率。

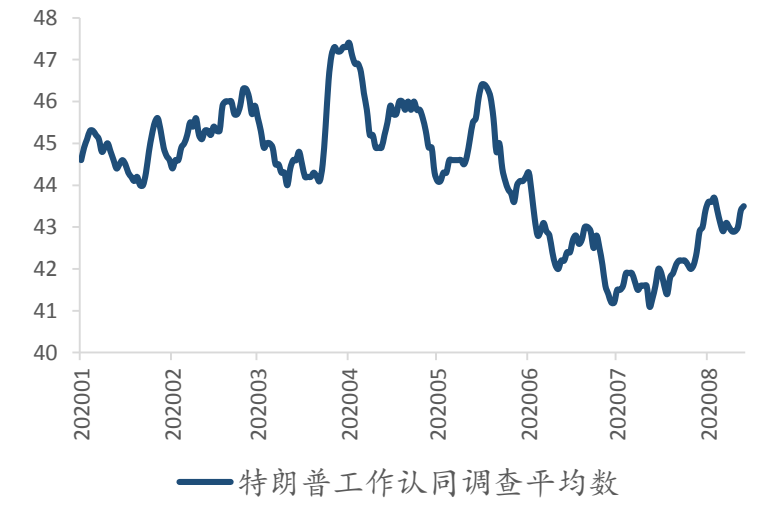
但是也需要注意，由于拜登获胜还未成定局，市场可能还没有 price in 拜登上任的影响，那么目前美股与拜登获胜概率的相关性就不具备太大的参考意义。不排除拜登上任后，市场出现明显调整的可能性。

图 10：拜登的胜率与市场的涨幅甚至呈现出了一定的正相关性



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 11：特朗普的工作认可度在 3 月大幅下降



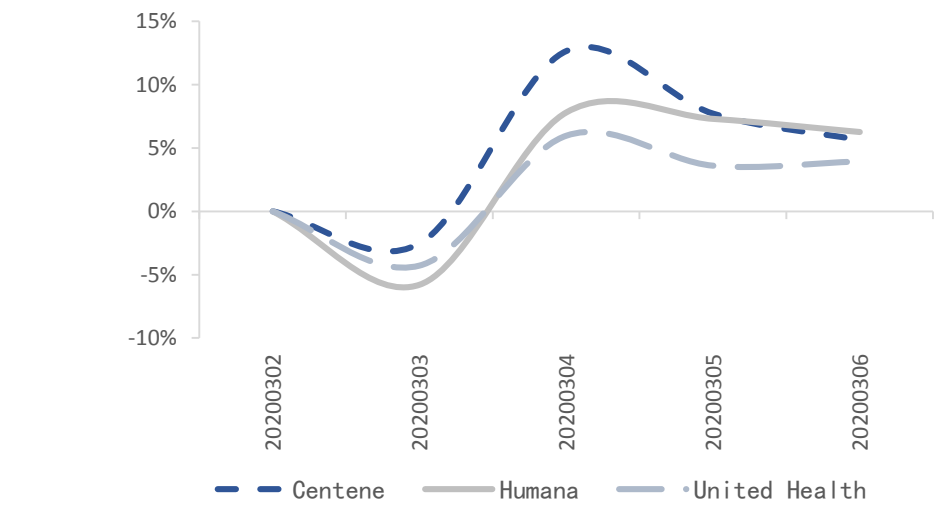
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.2. 拜登的其他政策主张对权益市场行业表现的实质性影响尚未体现

拜登对于医药和清洁能源的政策主张最受市场关注。我们确实能够看到这两个行业的表现与拜登的获胜概率存在一些联系。在 3 月 3 日“超级星期二”拜登在党内预选中表现超预期后，美国医疗保险公司股价出现明显的跳升。同时，随着 3 月以来拜登的获胜几率上升，特斯拉相对福特的涨幅似乎也越发明显。

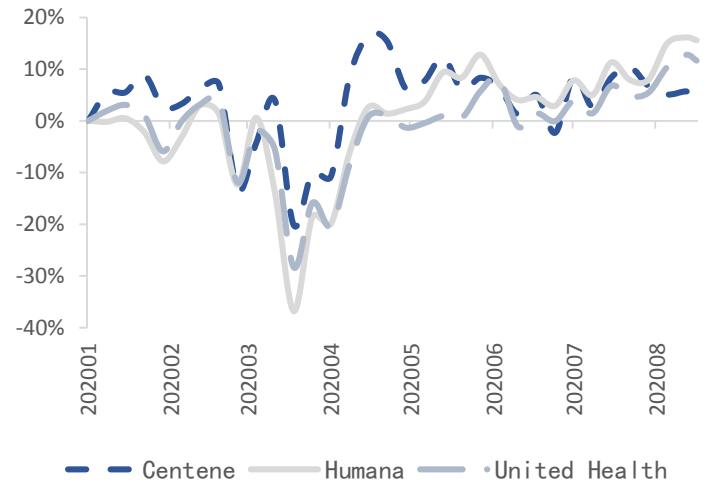
然而，拜登对于医药股表现的影响是非常短期的，“超级星期二”后的医药行情并没有持续，而是出现了下跌，直到三月中旬美国疫情爆发，医药股才出现了明显的长期上涨。同时，新能源的涨幅可能也要更多归功于特斯拉在疫情中连续盈利和电动车概念对投资者日益剧增的吸引力。**目前拜登的医药和新能源政策利好对于这两个行业的实质性的提振作用还比较轻微。**

图 12：医疗保险公司涨幅在 3 月 4 日跳升



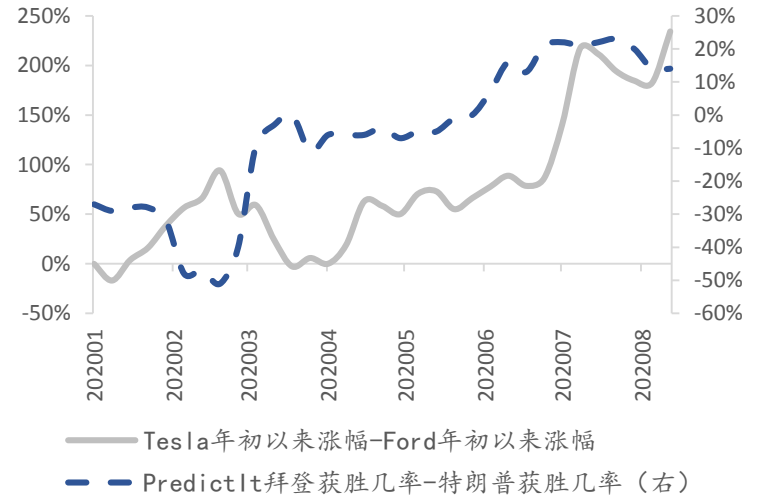
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 13：医药涨幅受疫情影响更大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 14：特斯拉相对福特的涨幅越发明显



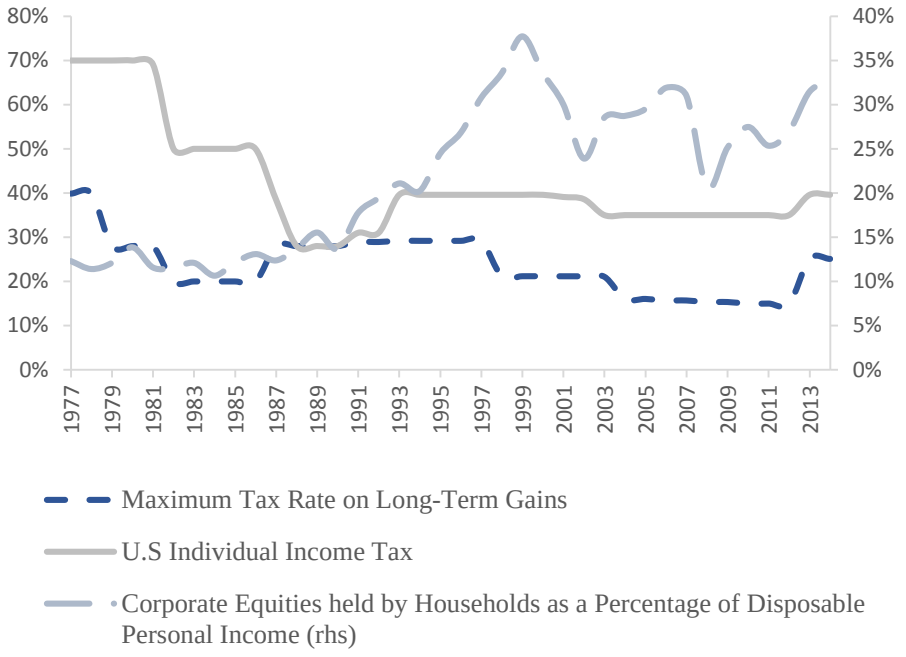
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.3. 拜登获胜不会影响美国市场的长期发展

我们认为即使税率提升可能导致 2021 年美股 EPS 受到较大边际影响，叠加美联储资产负债表规模缩减，可能导致美股上行势头不足，**但长期来看美股的业绩增长和收益相对大多数其他资产类别仍有较强的吸引力。**从历史经验来看，1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例都有所增加。尽管我们对明年美国权益市场的表现较为谨慎，但是也认为美股的长期绝对竞争力不会减

弱。

图 15：1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例有所增加



数据来源：U.S. Department of the Treasury Office of Tax Analysis，FRED，东吴证券研究所

3. 风险提示

拜登未能获胜，本篇报告基本假设失效。

税收计划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

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。

行业投资评级:

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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

