

他赢了，美国赢了吗？

摘要

- **一波多折，他赢了。**当地时间 2020 年 11 月 3 日，期待了一年多的美国大选开始开票，截至当地时间 11 月 7 日晚，拜登拿到 290 张选票，率先超过 270 张，如无意外将成为第 46 届美国总统，这也意味着哈里斯将成为下一任副总统兼参议院议长，目前参议院选情激烈，可能产生民主党和共和党各 50 票的局面，同时众议院选举民主党领先。本次大选拜登胜利的主要原因依然是摇摆州，选民结构也更有利于拜登的当选，从竞选资金来看，拜登也更胜一筹。
- **他输了，党派分裂愈发严重。**经济、医疗、最高法院大法官的任命和新冠病毒是本届选民最关心的问题。除了疫情、移民和环境等问题外，拜登和特朗普还在经济政策主张、医疗保障和贸易政策上存在着明显差异。从党派角度来讲，这种政策主张上的差异主要来自其各自所代表的民主党与共和党在执政理念上的本质区别。经济方面，拜登反对减税，并主张调高对高收入群体的税率，减少贫富差距；贸易方面，拜登更支持贸易自由化，也不赞成特朗普的惩罚性关税政策；防疫方面，拜登主张强制性“口罩令”，积极推进病毒检测。
- **对于美国，自由或意味着更好的复苏。**通过政策对比发现，拜登的政策主张更利好美国中小企业，中低收入群体，可能不太利好高收入群体，但与特朗普的主张相比，我们认为拜登当下的经济主张可能会给美国短期带来更快的经济复苏和增长，且拜登的税收政策将在短期缩小美国的贫富差距。
- **对于中国，风险与机遇并存。**民主党的胜利对于美国来说影响巨大，对我国也将产生与特朗普在任时不同的效果，我们认为拜登执政后需重新看待中美关系，在短期中美关系有缓和的可能，利好出口贸易，但长期仍存在风险，逆全球化的趋势不会改变。新能源产业可能会直接受益。
- **长期来看，美国仍有风险。**短期看，拜登的当选更有利于美国经济复苏，也有助于中美关系的缓和，但并不意味美国就可以高枕无忧。长期风险主要关注美国债务问题以及美股的走势。
- **风险提示：**美国疫情暴发、全民医保政策超预期、中美紧张关系升级等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 彼岸政局：乱花渐欲迷人眼 (2020-11-06)
2. 行稳致远 治之有为——“十四五”规划建议稿详解 (2020-11-04)
3. 变局之下，向阳而生——2021 年宏观经济展望 (2020-11-03)
4. 全球疫情蔓延对我国制造业冲击几何？ (2020-10-31)
5. 变局：风物长宜放眼量 (2020-10-30)
6. “十四五”近看什么？远看什么？ (2020-10-30)
7. VR！量子！新经济“动”起来 (2020-10-23)
8. “分裂”的国会，“统一”可期？——2020 美国大选之国会篇 (2020-10-21)
9. 当下投资分化的原因在哪里？——9 月经济数据点评 (2020-10-19)
10. 多重礼包大派送，经济特区再出发 (2020-10-16)

目 录

1 一波多折，他赢了	1
2 他输了，党派分裂愈发严重	3
3 对于美国，自由或意味着更好的复苏	5
3.1 更加扩张的财政政策，短期符合疫情下的美国	5
3.2 “加税”减少贫富差距	6
4 对于中国，风险与机遇并存	7
5 不容忽视的长期风险仍然存在	9

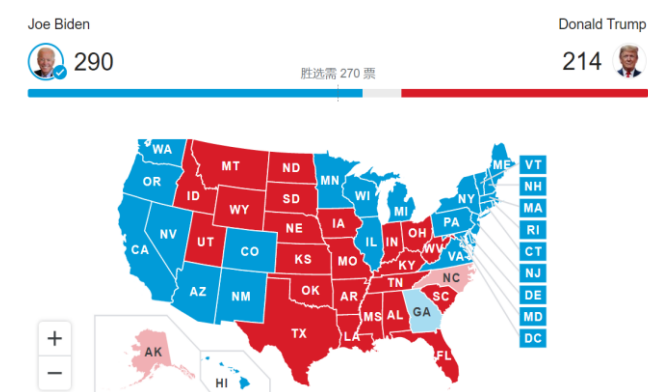
当地时间 2020 年 11 月 3 日，期待了一年多的美国大选终于开始开票，整个开票过程跌宕起伏，两位候选人的心情也如过山车般，截至当地时间 11 月 7 日晚，拜登拿到 290 张选票，率先超过 270 张，如果没有其他意外情况，他将成为第 46 届美国总统，哈里斯将成为下一任副总统兼参议院议长，目前参议院选情激烈，可能产生民主党和共和党各 50 票的局面，同时众议院选举民主党领先。在美国大选之国会篇（详见《“分裂”的国会，“统一”可期》）中，我们分析了美国国会选举情况，本篇着重于美国总统以及新任总统的政策主张，当下的选民结构和政治态势更有利于拜登的当选，我们认为拜登的政策将更有利于美国经济的短期复苏，中美关系在短期也可能会有所缓和，但长期美国仍存在风险。

1 一波多折，他赢了

今年的总统选举，整个过程都异常刺激。美国当地时间 11 月 3 日开票，将用几天甚至几周的时间点票，但一般情况下出结果不必将票悉数点完，2016 年出结果的时间是投票截止翌日凌晨两点半（北京时间下午 3 点半）。如今，截至当地时间 11 月 7 日晚（北京时间 11 月 8 日），拜登共获得 290 张选票，如果没有其他意外情况，他将成为第 46 届美国总统。从最开始民意调查拜登大幅领先大家直呼“蓝色浪潮”，到开票后特朗普拿下重要的佛罗里达州后市场上的偏红猜测，再到拜登翻转威斯康星州和密歇根州等多个摇摆州，本次总统选举一波多折，精彩纷呈。我们认为拜登可以取胜与本届选民和选举制度有很大关系。

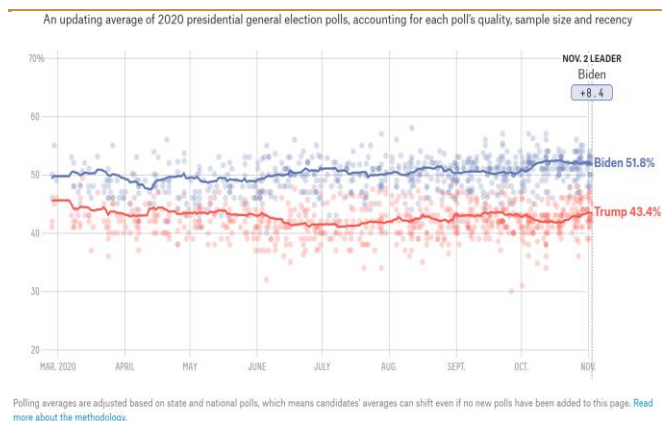
本次大选拜登胜利的主要原因依然是摇摆州。美国大选实行“选举人团制度”，即各州选出的选举人代表该州投票的间接选举。各州的选举人票数与其联邦议员数相等，50 个州各拥有 2 票固定票数（对应全国共 100 名参议员）和按人口比例分配的额外票数（对应全国共 435 名众议员），再加上华盛顿特区的 3 票，共计 538 张选举人票。候选人只需赢得超过半数（270 张）的选举人票即可当选总统。截至当地时间 11 月 7 日晚，摇摆州中，拜登拿下亚利桑那州、新罕布什尔州、威斯康星州、密歇根州、宾夕法尼亚州和内华达州，特朗普则拿下俄亥俄州、德克萨斯州、佛罗里达州和爱荷华州。拜登拿下的 6 个摇摆州直接令其翻盘。

图 1：总统大选地图



数据来源：The Associated Press、西南证券整理

图 2：民调支持率拜登大幅领先

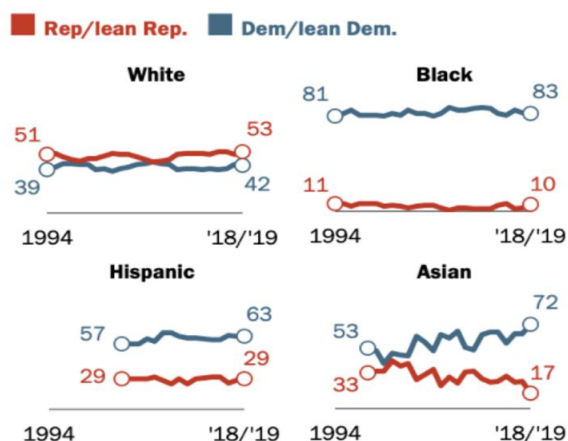


数据来源：Fivethirtyeight、西南证券整理，截至当地时间 11 月 2 日

目前的选民结构也更有利于拜登的当选。从种族来看，拜登在非白人合格选民中的优势明显，而近几年，非白人合格选民有扩张趋势。从 2000 年到 2018 年，美国的合格选民人口从 1.934 亿增长到 2.370 亿，增加了 4030 万，其中西班牙裔，黑人，亚裔或其他族裔的选民占增长的 76%。据 Pew Research 在 2020 年 10 月的统计，在美国 50 个州中，非西班牙

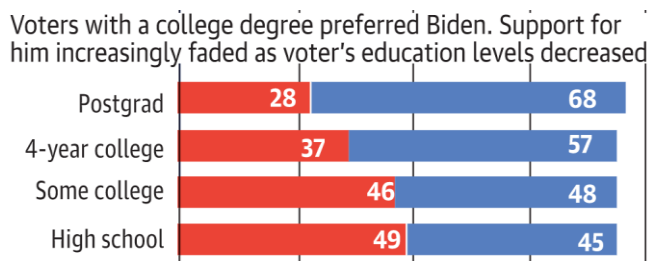
牙裔白人合格选民的比例在 2000 年至 2018 年之间都有下降，对于重要的摇摆州佛罗里达州和亚利桑那州，白人合格选民的比例在 10 年间分别下降了 13% 和 12%。与之相对应的是，西班牙裔在选民中所占比例逐渐扩大，在美国西南部尤为明显。在过去的 40 年中，白人选民在总统选举中表现出对共和党候选人的轻微偏爱，西班牙裔选民更倾向支持民主党，而黑人选民则坚定地支持民主党候选人。从受教育情况看，拜登更受“精英”选民的支持，美国民众的受教育程度在逐年升高。自 1996 年以来，美国的教育格局发生了巨大变化。1996 年有将近一半的注册选民（47%）未上过大学，只有 24% 的人至少具有大学学位。如今，未上过大学的选民比例下降至 32%，而有 36% 的人至少有四年制学位。

图 3：15 年间，不同种族对于政党的支持分化加大



数据来源：PEW Research、西南证券整理

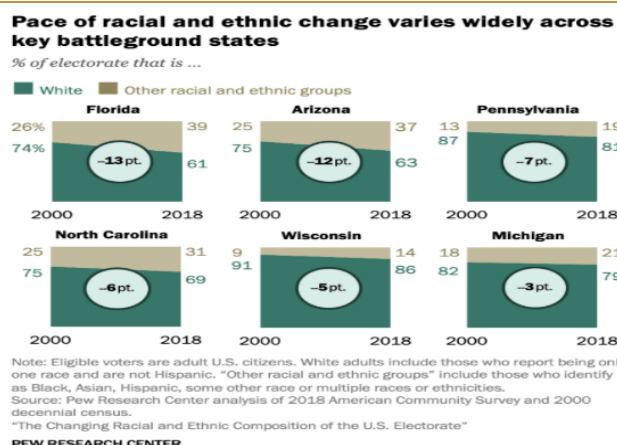
图 5：受过高等教育的选民更倾向于拜登



数据来源：PEW Research、西南证券整理

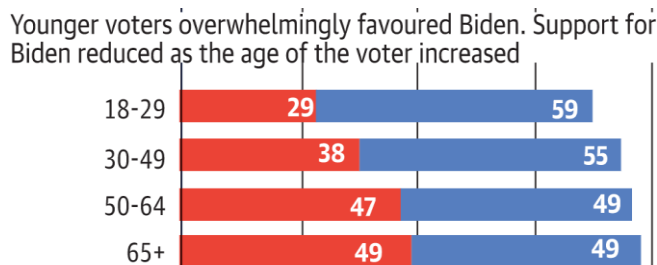
从竞选资金来看，拜登也“意外”的更胜一筹。美国大选在一定程度上是金钱的较量，竞选资金越多，广告投放、竞选活动也就越多，吸引的选民也可能越多。根据美国联邦选举委员会（FEC）的数据，本轮大选过程中，拜登共筹得竞选资金 9.52 亿美元，高于特朗普的 6.01 亿美元。拜登筹款金额的领先是临近大选两个月之内的事情。7 月，有 36 个州的捐助者把大部分资金都给了特朗普，但到 9 月有 41 个州和华盛顿的大部分捐助者（约有 220 万人）把钱捐给了拜登。除了资金之外，选票邮寄制度在一定程度上也凸显了拜登的后发优势。受疫情影响，本次大选允许邮寄选票，这对于统计选票提出了难题，也拉长了开票的持续时间。投票给特朗普的选民倾向于现场投票，而给拜登投票的选民更多选择的邮寄方式，很多蓝色选票都是在时间偏后的时候统计的，这也就解释了为什么在威斯康星，特朗普刚开始领先拜登 8 个点，最后却被拜登反超 0.7 个点；同样在密歇根，特朗普开始领先 8 个点，最后却被拜登反超 2.7 个点。

图 4：主要摇摆州合格选民的占比情况



数据来源：PEW Research、西南证券整理

图 6：年轻人更倾向拜登



数据来源：PEW Research、西南证券整理

图 7：总统大选中筹款最多的 10 名候选人

HOW MUCH HAS BEEN RAISED BY: Presidential candidates ▼ RUNNING IN: 2020 ▼

01/01/2017-12/31/2020

Name	Total raised
1. BLOOMBERG, MICHAEL R. [DEM]	\$1,119,411,494.07
2. BIDEN, JOSEPH R JR [DEM]	\$952,239,369.70
3. TRUMP, DONALD J. [REP]	\$601,392,178.39
4. STEYER, TOM [DEM]	\$352,134,922.84
5. SANDERS, BERNARD [DEM]	\$218,886,160.22
6. WARREN, ELIZABETH [DEM]	\$131,082,389.85
7. KLOBUCHAR, AMY J. [DEM]	\$54,293,224.03
8. BEHRMAN, DAN TAXATION IS THEFT [LIB]	\$50,043,888.10
9. YANG, ANDREW MR. [DEM]	\$42,203,815.58
10. HARRIS, KAMALA D. [DEM]	\$42,085,872.17

数据来源：FEC、西南证券整理

图 8：总统大选中花费最多的 10 名候选人

HOW MUCH HAS BEEN SPENT BY: Presidential candidates ▼ RUNNING IN: 2020 ▼

01/01/2017-12/31/2020

Name	Total spent
1. BLOOMBERG, MICHAEL R. [DEM]	\$1,119,298,328.28
2. BIDEN, JOSEPH R JR [DEM]	\$790,193,382.80
3. TRUMP, DONALD J. [REP]	\$565,389,516.57
4. STEYER, TOM [DEM]	\$352,074,723.71
5. SANDERS, BERNARD [DEM]	\$218,565,357.22
6. WARREN, ELIZABETH [DEM]	\$130,957,965.89
7. KLOBUCHAR, AMY J. [DEM]	\$54,236,282.53
8. BEHRMAN, DAN TAXATION IS THEFT [LIB]	\$50,043,888.10
9. YANG, ANDREW MR. [DEM]	\$42,383,267.66
10. HARRIS, KAMALA D. [DEM]	\$41,870,657.33

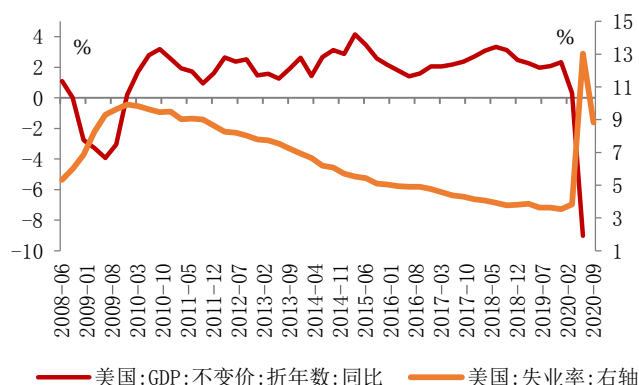
数据来源：FEC、西南证券整理

2 他输了，党派分裂愈发严重

经济、医疗、最高法院大法官的任命和新冠病毒是本届选民最关心的问题。据 Pew Research10 月下旬对超过一万名选民的调查，大约 74% 的被调查者表示，经济对于他们的投票非常重要，分别有 65%、63% 和 55% 对医疗保健、最高法院大法官的任命和新冠疫情较为关心。候选人的政策主张是选民支持的主要决定因素之一，除了疫情、移民和环境等问题外，拜登与特朗普还在经济政策主张、医疗保障和贸易政策上存在着明显差异。从党派角度来讲，这种政策主张上的差异主要来自其各自所代表的民主党（拜登）与共和党（特朗普）在执政理念上的本质区别。一般来说，因为共和党属于保守党派，主张“小政府”，强调市场的自由与公平、反对政府对市场和个人自由的干预等，支持减税、反对非法移民、减少社会保障水平等；而民主党则认为减税会加重联邦政府债务负担，主张“大政府”，提倡增加税收，提高社会公共福利水平，缩小贫富差距，放宽移民政策以及强调人权和社会平等。

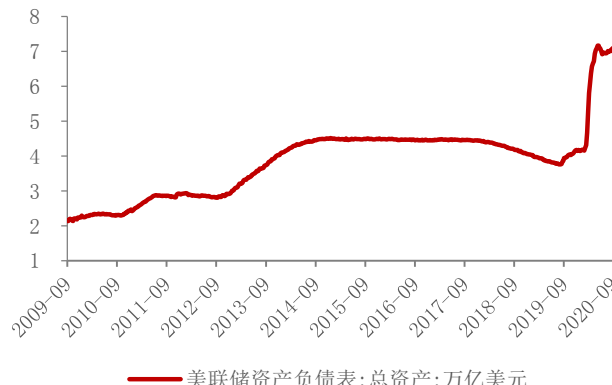
此外，最需要引起关注的是经济政策、贸易和防疫措施上两者的差异。具体来看，经济政策方面，与特朗普一直主张并实施的减税不同，拜登反对减税，并主张调高对高收入群体的税率，减少贫富差距。对比 2016 年美国大选之前，特朗普曾承诺其政策会对美国经济产生的变革性影响，并将创造数以千万计的就业机会，GDP 将以数十年来未见的增长，事实证明其承诺与结果大相径庭。相比之下，拜登在经济政策上远不如特朗普在四年前宣称的那样夸张，而是重在关注中小企业和中低收入者的利益，调整联邦采购方案并加大产业补贴力度，在就业上更强调提升最低工资、改善中小企业和雇员的利益，这更加符合受疫情冲击下美国的经济现状，也更利于缓解不同收入阶层之间的矛盾。同时，特朗普主张货币政策更加宽松，保持低利率。受疫情影响，美联储从 2020 年 3 月开始大规模放水，祭出多种非常规货币政策工具，美联储在迅速将政策利率削减至零后，实施了“无限量化宽松”（QE），在其资产负债表的资产部分增加了美国国债和抵押贷款支持证券（MBS），并通过增加负债方面的储备来融资。从目前情况来看，留给美联储的政策空间已经不多，美国经济的恢复不能仅靠货币政策宽松，更多的要靠拜登主张的更大规模财政刺激。

图 9：特朗普的经济承诺并没有达成



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：美联储资产负债表规模扩大



数据来源：Wind、西南证券整理

贸易方面，与特朗普坚决反对全球自由贸易体系，将美国巨额贸易逆差和制造业下滑的责任外推不同，拜登更支持贸易自由化，也不赞成特朗普的惩罚性关税政策。这与特朗普和拜登对于其他主要经济体的看法有关。近期，两位候选人都接受了美国哥伦比亚广播公司（CBS）的《60 分钟》采访，与特朗普的“中国威胁论”不同，拜登认为美国最大的威胁是俄罗斯，而中国是最大的竞争对手，他表示这“取决于我们如何处理(中美)关系，这将决定中美之间是竞争对手，还是进入涉及军事层面的更严重竞争。”但当地时间 10 月 23 日，拜登又表示，如果当选美国总统，他会“让中国遵守国际规则”。从侧面说明，无论民主党还是共和党对中美关系的认识上较为一致，与特朗普一味强调“美国优先”不同，作为一个身经百战的政治家，拜登强调对外团结，重构盟友关系，输出美国自由、民主等传统价值观，未来可能会联合盟友对中国施压。

防疫政策上，拜登主张强制性“口罩令”，积极推进病毒检测；而特朗普一直采取消极防疫的态度，最近才开始呼吁戴口罩。目前美国疫情蔓延态势尚未缓解，虽然美国经济第三季度增长创纪录，三季度 GDP 按年率计算大幅增长 33.1%，但这是建立在二季度按年率计算暴跌 31.4% 的基础上，新增病例的激增和新一轮纾困谈判的长期僵局，可能会对经济活动造成影响，拖累之后的经济复苏。拜登主张的更为直接的防疫措施更有利于抑制美国疫情的蔓延，预计将对经济复苏产生更为积极的影响。

表 1：拜登和特朗普的政策主张对比

领域	拜登主要政策主张	特朗普主要政策主张
经济就业	国家调控： 反对减税，调整联邦采购方案并进行产业补贴，改善中小企业和雇员的利益；提高最低工资标准和加强少数族裔工作保障；调高对高收入群体的税率。	宽松自由： 减税和放宽监管，低利率和量化宽松政策；重振本土制造业，鼓励制造业回流，增加就业岗位。
社会保障	关注弱势： 加大教育、医疗投入；强调政府介入干预医保体系；扩大医疗保险计划并针对工薪阶层进行退税，以进一步推行并完善奥巴马的《平价医疗法案》。	保守主义： 强调市场作用，发放适量教育救助金；反对奥巴马的医保政策，并主张通过市场竞争降低私人医保成本和药物价格。
贸易外交	自由多边： 贸易：支持贸易自由，反对特朗普的关税政策，但也关注“不正当	美国优先： 贸易：设置关税壁垒，继续贸易战，改善贸易逆差促

领域	拜登主要政策主张	特朗普主要政策主张
	竞争”问题，倾向于通过团结盟友向中国等“贸易政策滥用者”施压；外交：重视价值观外交，强调对外团结，重构盟友关系，恢复美国领导地位并继续输出其自由、民主等传统价值观；军事：在军事领域适度收缩美国全球军事布局，结束阿富汗和中东战争。	进制造业回流贸易，反对全球自由贸易体系，对进行“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税；外交：强调“美国优先”，恢复美国在全球外交的影响力；军事：重塑美国军事力量，让盟友承担更多防务费用。
能源环境	重视新能源，全面加强减排监管，计划重返《巴黎气候协定》。	坚持发展传统能源，退出《巴黎气候协定》。
防疫移民	防疫：强制性“口罩令”，积极推进病毒检测，重回 WHO；移民：撤销特朗普的移民政策，如结束边境的“国家紧急状态”、延续“追梦者”计划等，加强对非法移民的治理和管控，鼓励政府公职和企业聘用更多少数族裔。	防疫：消极防疫，长期反对但近期开始呼吁戴口罩，退出 WHO；移民：继续要求加强边境管控，驱逐非法移民等。

数据来源：BBC、西南证券整理

总体来看，以特朗普为总统候选人的共和党代表的是美国中产阶级及以上的利益，在贸易和对外政策层面，主张“逆全球化”和贸易战，倾向于通过设置关税和贸易壁垒改善贸易逆差，推进制造业回流，配合低税收政策，重振美国制造业，创造就业岗位促进国内经济增长和就业水平稳步回升；而以拜登为总统候选人的民主党代表的是美国中产阶级偏下层、穷人阶层的利益，同时也是全球化的坚定支持者，通过高税收减轻政府财政负担，并通过转移支付的手段加强社会保障和福利水平缩小贫富差距，同时进行产业补贴，鼓励“美国制造”。

3 对于美国，自由或意味着更好的复苏

如果民主党能拿下参议院和众议院的多数席位，“蓝色浪潮”席卷，那对于拜登未来政策的推行将提供很多助力。通过政策对比发现，拜登的政策主张更利好美国中小企业，中低收入群体，可能不太利好高收入群体，但与特朗普的主张相比，我们认为拜登当下的经济主张可能会给美国短期带来更快的经济复苏和增长，且拜登的税收政策将在短期缩小美国的贫富差距。

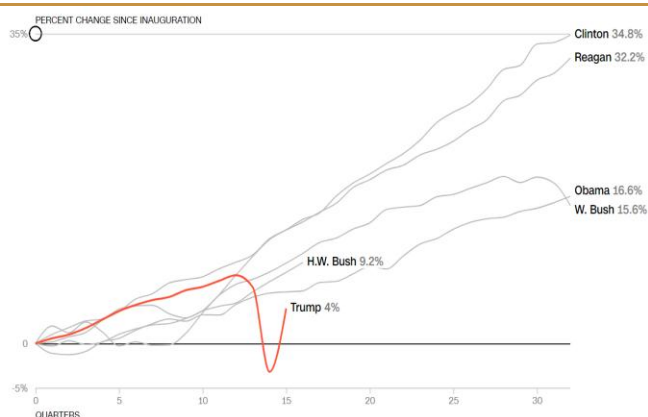
3.1 更加扩张的财政政策，短期符合疫情下的美国

与声称的“创造了历史性的经济增长”有所不同，从历史对比看，特朗普在任期间没有给美国经济带来突出的增长。自二战以来，从哈里·杜鲁门(Harry Truman)到巴拉克·奥巴马(Barack Obama)的 16 届完整总统任期内，民主党总统任期内的年均 GDP 增长率为 4.3%，而共和党总统任期内的年均 GDP 增长率为 2.5%。特朗普任期内的年均增长率则为-2.7%。即使去除疫情的影响，特朗普的表现也不是近几届总统中最优秀的。疫情爆发前，特朗普在任期间（约 37 个月），GDP 增长了 7.7%，美国就业提升了 4.7%，失业率降低 1.2%，标普 500 指数增长了 48.5%，消费者支出增加了 7.6%；相比之下，克林顿在相同任期内 GDP 增长了 9.2%，提升就业 8.2%，减少失业 1.8%，消费者支出增加了 11%，奥巴马在相同任期内的标普 500 指数增长了 67.9%。

拜登上台可能会促成更大规模的财政刺激方案。关于第五轮财政刺激方案，谈判时间近半年，但未能在大选前达成协议，这使得资本市场对美国经济前景充满担忧，美国经济复苏将面临动力不足的困境。如今民主党大获全胜，预计将推出规模更大的财政刺激措施，可能较符合佩洛西一直倡导的 2.2 万亿美元的援助规模甚至更高，这在短期将提振疫情下的美国经济和美股市场。拜登提议到 2024 年的三年中，每年平均借贷 2.5 万亿美元，超过当前政

策基准下 2 万亿美元的赤字。同时，在货币政策方面，拜登没有像特朗普一样倡导更加宽松的货币政策，预计美联储可能会更早地进行加息，首次加息时间可能会从 2024-2025 年左右提前至 2023-2024 年。根据美国经济分析局（BEA）的数据，穆迪（Moody's）预测，相比共和党，民主党将在未来 5 年带来更快的经济增长，预计 2021-2024 年，民主党领导下的美国 GDP 年增长率将达到 4.2%，未来 10 年看 GDP 年增长率可能会升至 2.9%，而如果特朗普继续在任，GDP 年增长率可能不足 2%。在就业方面，根据美国劳工部的统计数据，穆迪（Moody's）预测，到 2024 年失业率可能会降低至 5.4%，10 年后将降低到 4.7%，都好于共和党执政。总体来看，在疫情导致的经济下滑和失业率居高不下的背景下，大规模的财政刺激将起到更立竿见影的效果，拜登的经济主张可能会使美国经济比特朗普时期更强大。

图 11：不同届总统在任时 GDP 的变动情况



数据来源：CNN、西南证券整理

图 12：不同届总统在任时标普 500 指数的变动情况



数据来源：CNN、西南证券整理

图 13：对美国经济的预测

More GDP in a Democratic Sweep...

Real GDP, bil 2012\$

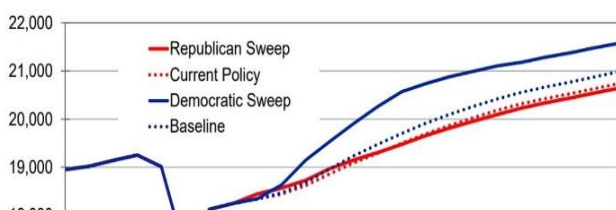
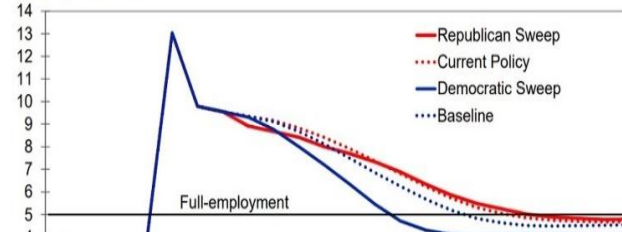


图 14：对美国失业率的预测

...and Lower Unemployment

Unemployment rate, %



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1573

