

宏观研究/动态点评

2020年11月05日

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：十四五建议：全面提升竞争力和民生水平》2020.11
- 2《宏观：美国大选倒计时：（还）有哪些不确定性？》2020.11
- 3《宏观：内外需均向好，预示 Q4 增长继续修复》2020.10

民主党“横扫”可能性下降意味着什么？

截至北京时间 11/05 4:00PM，拜登选票总数已经实现反超，目前拜登 VS 特朗普的选举人票数为 264: 214；民主党在邮寄选票中优势明显，成为拜登逆转摇摆州的关键因素。拜登在密歇根和威斯康星州逆转并确认获胜，在内华达州建立优势；在宾州和佐治亚州的落后也大幅收窄。由于待统计的邮寄选票量较大等因素，宾州的正式选举结果或仍需数日才能落定。只要拜登赢得内华达、佐治亚、北卡三州中的一个，他的选举人票就将超过 270 票，从而“绝地逆转”当选新任总统。

但我们认为，明年的增长和通胀走势及市场价格的变化，更需关注的是参议院多数席位“花落谁家”。目前看来，民主党“横扫”总统+两会的概率已大幅下降。目前民主党在众议院席位中领先优势明显（204: 190），但两党的参议院席位仅为 48: 48 持平，且共和党议员在北卡、佐治亚、阿拉斯加州的三个参议员席位投票中均占据明显优势。由此推演，共和党可能至少得到 51 个参议院席位、守住优势。从选举日至今，美债长端利率整体回落，反映市场对民主党“横扫”的预期明显回调，预测市场赔率也显示，市场主流预期向拜登+共和党参议院+民主党众议院的情形明显倾斜。

如果共和党占议会多数席位，则新一轮的财政刺激计划可能规模偏小（5000-8000 亿美元），且至明年推出。短期经济增长、通胀、美元指数、美债利率的上行动能，都可能低于民主党横扫的情形。但拜登+共和党参议院却可能是对风险资产、尤其是中国和亚洲的汇率和风险资产最优的环境组合。这是我们之前在《美国大选结果“排列组合”之影响》（2020/10/14）之中所列出的一种情形，回顾我们的研究，我们认为在此情形下国际合作有望局部修复，但明年增长和通胀水平不及“横扫”情形。总统人选是决定美国能否恢复各领域国际合作、重塑外交关系的关键，如拜登当选总统，可能推动美国恢复在环保、医疗等领域的国际合作。在对华政策方面，拜登也可能更为“可预测”，外交风格更具技巧，合作和竞争并举。另一方面，短期美债收益率的回撤可能减轻权益市场“风格转换”的压力——美债利率曲线是市场“成长”和“价值”风格转换相关性最高的驱动因素之一，而目前市场大部分投资者仍然高配成长。

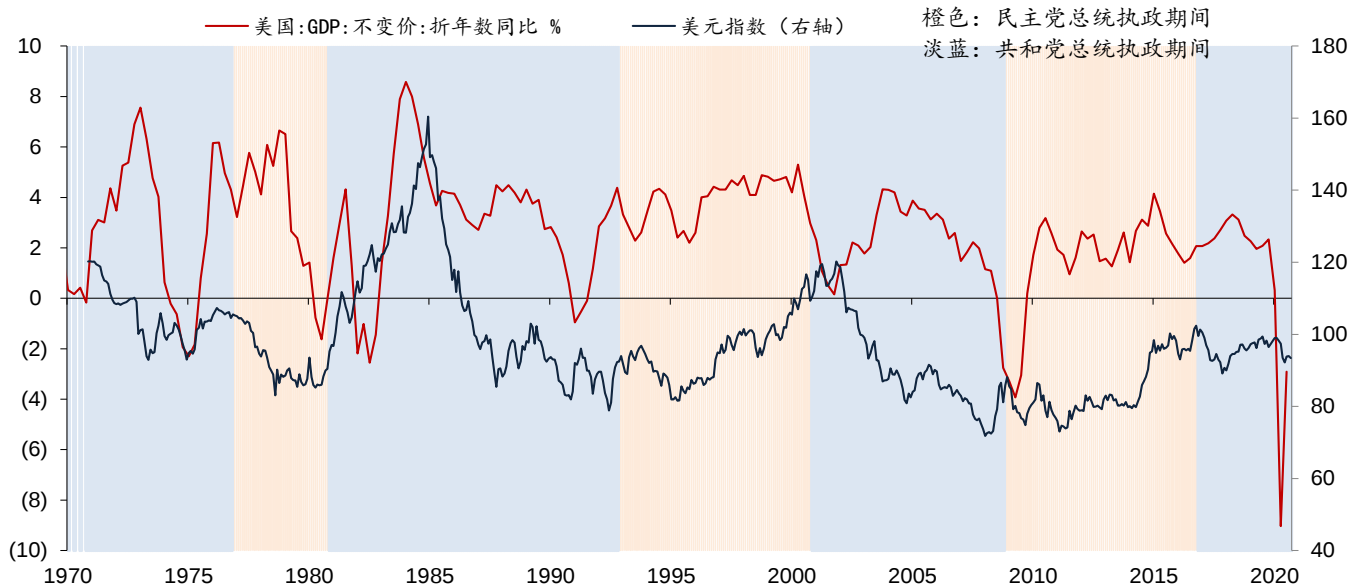
越过短期大选相关波动看，仍然不排除明年美债长端收益率上行的可能——随着疫情和疫苗相关不确定性下降，美国经济进一步重启，企业盈利可能回升，长端利率可能走高。拉长时间看，目前仍然在某种程度上压制消费和投资活动的三大不确定性——疫情、疫苗/特效药、大选，至少有 1-2 项在明年年中将明朗化，而美国目前消费和企业投资增长均已经达到较高水平、且库存周期处于底部。综合看，明年 2-3 季度美国经济增长仍有环比明显加速的可能性，届时不能排除国债曲线有上行压力。

往前看，直到明年总统就职日前，多项不确定性仍可能扰动预期，但鉴于“排列组合”的可能结果已经减少，目前看来不确定性不如大选之前强：

（1）如我们此前“排列组合”报告中的分析，若民主党实现了“横扫”，则可能推出总额最可观的财政和基建“组合拳”，提振短期增长和通胀预期，并推动美债利率曲线陡峭化，触发股市风格切换。（2）特朗普对选情的大幅反转反应激烈，已在多个摇摆州提起诉讼，要求废止选举日后收到的邮寄选票。如果特朗普就选举程序、公正性等问题起诉至美国最高法院，最终裁定可能会旷延日久，压制风险资产表现。（3）特朗普可能无视大选结果，在共和党议员占多数的州强行指定支持自己的选举人团。这种情况下，明年 1 月 6 日的选举人投票将不再只是“走程序”，而可能演变为共和党副总统彭斯、民主党众议长佩洛西、以至两党议员间的大幅分立和法律争议。阶段性推升避险情绪。

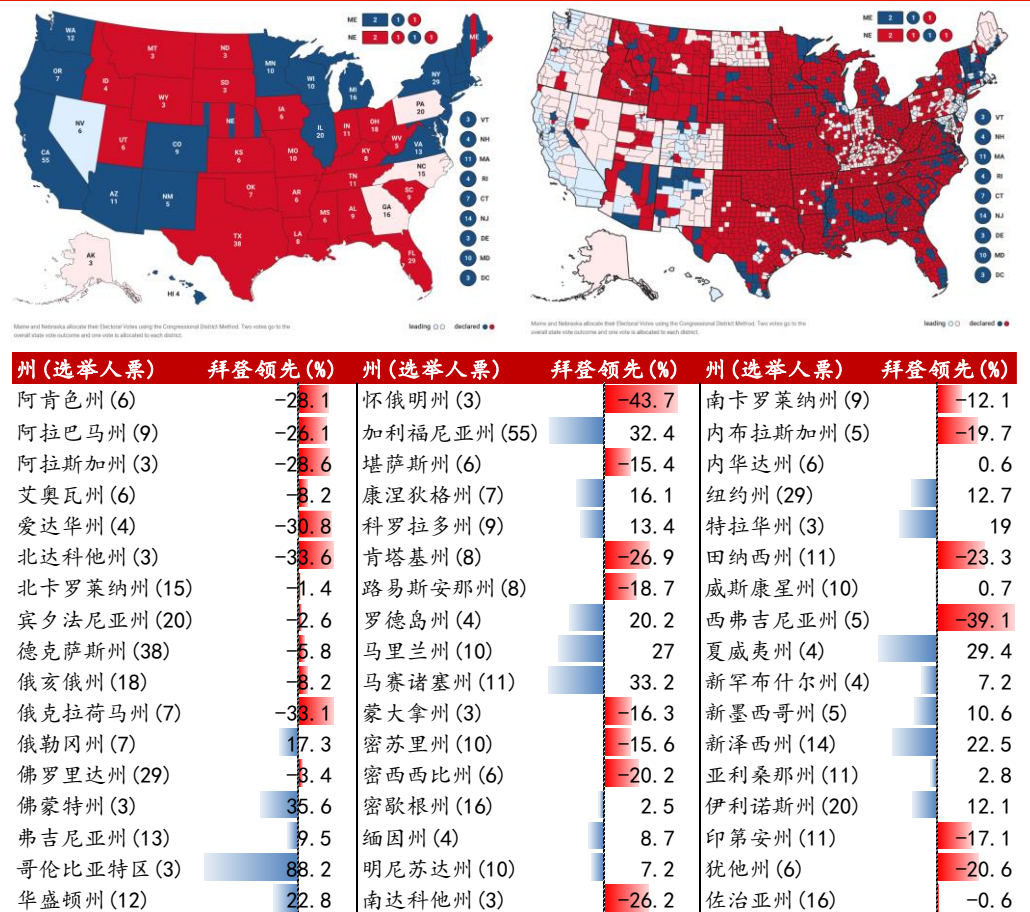
风险提示：美国大选结果的不确定性带来政策、经贸环境波动。

图表1： 美国 GDP 增速和美元指数走势，与民主党/共和党总统在任期间的对比



资料来源: Wind, US Election Project, 华泰证券研究所

图表2： 拜登 VS 特朗普的得票率在各州的对比（截至北京时间 11/05 12:00AM）

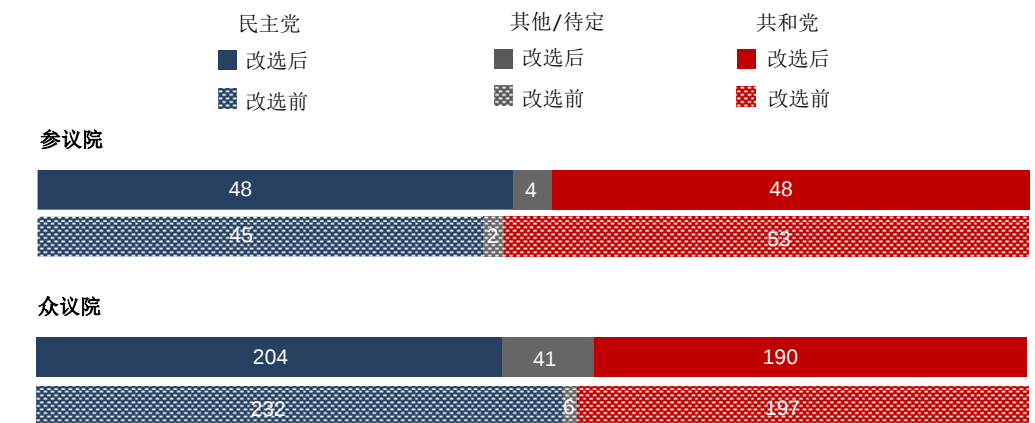


资料来源: FOX NEWS, US Election Project, 华泰证券研究所

图表3： 主要摇摆州 2020 年大选结果与历史对比（截至北京时间 11/05 12:00AM，数据单位为百分点）

摇摆州	2020选举结果	2016选举结果	2012选举结果	2008选举结果
威斯康星州 (10)	Biden +0.7	Trump +0.7	Obama +6.9	Obama +13.9
明尼苏达州 (10)	Biden +7.2	Clinton +1.5	Obama +7.7	Obama +10.3
北卡罗莱纳州 (15)	Trump +1.4	Trump +3.7	Romney +2.0	Obama +0.3
佛罗里达州 (29)	Trump +3.4	Trump +1.2	Obama +0.9	Obama +2.8
佐治亚州 (16)	Trump +0.6	Trump +5.1	Romney +7.8	McCain +5.2
宾夕法尼亚州 (20)	Trump +2.6	Trump +0.7	Obama +5.4	Obama +10.3
俄亥俄州 (18)	Trump +8.2	Trump +8.1	Obama +3.0	Obama +4.6
密歇根州 (16)	Biden +2.5	Trump +0.3	Obama +9.5	Obama +16.4
艾奥瓦州 (6)	Trump +8.2	Trump +9.5	Obama +5.8	Obama +9.5
亚利桑那州 (11)	Biden +2.8	Trump +3.5	Romney +9.1	McCain +8.5
内华达州 (6)	Biden +0.6	Clinton +2.4	Obama +6.7	Obama +12.5
德克萨斯州 (38)	Trump +5.8	Trump +9.0	Romney +15.8	McCain +11.8

资料来源：RealClearPolitics, US Election Project, 华泰证券研究所

图表4： 2020 年美国大选后的参众两院席位，与改选前的对比（截至北京时间 11/05 12:00AM）

资料来源：Wind, US Election Project, 华泰证券研究所

风险提示

美国大选结果的不确定性，带来政策、经济环境等方面的不确定性。

免责声明

分析师声明

本人，易峘、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易烜、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_1629

