

财政博弈引发市场波动但无碍美联储宽松

——美国大选系列研究四

报告导读/核心观点

近期各类经济数据发布后美股的不同表现可能隐含投资者对财政方案落地预期的博弈。当前财政方案已脱离基本面成为两党博弈的政治武器，但无论方案落地与否均无碍美联储在大选前持续宽松。Q4 将是美股政策环境的最优时点，无论大选结果如何，大选后美股政策红利都将逐步收敛。

□ 8 月非农数据总量改善但结构恶化，财政政策悬而未决的不良后果显现。

总量层面来看，美国 8 月失业率降至 8.4%，新增非农就业人数 137.1 万人持续修复。总量改善的背后是就业质量的恶化，增量就业全部由临时工返岗所贡献、永久性失业人数大幅跃升说明疫情对美国造成的结构性伤害正在增加。恶化的主要原因在于 8 月 8 日美国 PPP 政策到期后未能及时接续，财政刺激方案悬而未决对经济的不良后果正在逐渐显现。除此之外，投资、破产等多项数据指向企业景气度不足也说明在当前疫情仍未退散的过渡阶段，美国经济对进一步刺激政策存在客观需求。

□ 近期金融市场表现可能隐含投资者对财政方案落地预期的博弈

9 月 3 日，美股在近日 PMI、ADP 等经济数据超预期、CDC 发布消息开展全国疫苗注射等利好背景下下跌。9 月 4 日盘前，就业数据结构明显恶化，美股却在开盘上涨。美股近期的表现可能隐含投资者对不同情景下财政方案落地预期的博弈。

□ 特朗普近期选情高歌猛进，财政方案可能成为民主党狙击特朗普的国内武器

从近期摇摆州、赔率、竞选用品销售数据等多维度观察，特朗普均开始大幅度追赶拜登，过去两月倾斜的民调天平开始逐渐回归平衡。除了选情以外，特朗普近期在其他领域同样捷报频传。货币政策方面，鲍威尔通过通胀制度调整为市场开出短期货币政策不转向的“承诺函”将助力美股持续为特朗普大选保驾护航。疫情控制方面，疫苗出台有助于缓和选民对特朗普疫情应对不利的不满情绪。种族问题方面，威斯康星近期爆发种族骚乱事件，骚乱的发酵可能引发令这一关键摇摆州的选民倒戈特朗普。如果财政方案落地推动美国经济持续修复并带动美股上涨将为特朗普大选提供助力，在大选冲刺阶段中反助特朗普一臂之力不符合民主党的核心利益。在此背景下，财政政策将成为民主党狙击特朗普的国内武器。

□ 大选背景下两党博弈加大财政方案落地难度，但落地与否无碍美联储宽松

虽然财政方案落地的不确定性将随着大选的临近与日俱增，但我们认为该项方案落地与否无碍美联储继续维持宽松的货币环境。主要原因在于：无论从就业或是企业景气度来看，当前美国经济仍需要刺激政策为其进行助推。如果方案落空，美国经济仍将在短期承压，企业信用危机可能在疫情尾部阶段爆发；地方财政可能面临局部压力，以上多种场景仍将倒逼美联储在财政方案缺位的情况下投放流动性进行金融市场维稳。如果方案顺利落地，则美联储可以配合财政支出扩张进一步购债扩表。两种情景都无碍美联储持续扩表，美股仍将在 4 季度处于宽松的货币环境下。

□ 大选前将是美股政策环境的最优时点，大选后无论结果如何政策红利均将收敛

拜登上台将使货币和财政政策出现重大转向；特朗普上台后的政策效应将是镇定剂而非强心针。相较拜登上台，特朗普胜选的意义更多在于削弱货币、财政政策转向的潜在担忧，而并非为市场提供更多增量化的刺激。大选前，货币政策宽松将继续提振美股；大选后，即便特朗普上任，增量的政策刺激也将大幅收敛。美联储虽不会转向，但其提供的增量流动性将在疫情平复后逐步收敛；减税等刺激政策在面对国会两院制衡的情境下推进难度同样较大。中期来看，Q4 将是美股获得政策支持力度的最强点，大选后美股走势将更多取决于经济复苏内生强度，美股整体风格将向基本面回归，工业股领衔的道指可能跑赢科技股领衔的纳斯达克指数。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发；阿里巴巴竞选用品销售数据手动统计误差

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《欧盟财政刺激将陆续兑现修复金
银比》2020.07.22
- 2 《四道令牌暂缓美国财政断供之忧》
2020.08.10
- 3 《比整体民调更重要的是摇摆州民
调-美国大选系列研究一》2020.08.15
- 4 《国会改选重要性不亚于总统大选-
美国大选系列研究二》2020.08.15
- 5、《民主党全国大会传递了什么信息
-美国大选系列研究三》2020.08.21

报告撰写人： 李超

正文目录

1. 财政方案悬而不决侵蚀 8 月就业数据	4
1.1. 8 月非农数据总量改善，但结构恶化	4
1.2. 美国企业景气度亟待改善	5
1.3. 非农数据后金融市场表现	6
2. 特朗普近期选情奋起直追，财政方案将成民主党的拦路武器	6
2.1. 特朗普近期选情奋起直追，胜选赔率已追平拜登	6
2.2. 财政方案将成为民主党狙击特朗普的国内武器	8
3. 财政方案落地与否无碍美联储宽松，选前是美股政策环境最优时点	9
3.1. 财政方案落地难度加大，但落地与否无碍美联储持续宽松	9
3.2. 大选前将是美股政策环境的最优时点	9
3.2.1. 拜登胜选将导致美股政策环境恶化	10
3.2.2. 特朗普第二任期增量政策有限，且政策兑现度存疑	10
3.2.3. 特朗普的政策效应是“维稳式”的镇定剂而非“增强式”的强心针	12
风险提示	12

图表目录

图 1：本月失业率回落至个位数，非农新增就业人数修复放缓	4
图 2：临时性失业拉动 8 月就业数据，永久性失业大幅恶化	4
图 3：疫后财政政策及时为居民收入输血	5
图 4：美国个人收入在疫情间毫发未损	5
图 5：美国零售数据已高于去年同期水平	5
图 6：企业投资仍未修复	5
图 7：美国 Chapter11 企业破产数量居高不下	6
图 8：美国企业利润二季度同比大幅下行	6
图 9：特朗普胜选赔率即将反超拜登（红：特朗普，蓝：拜登）	7
图 10：特朗普民调落后幅度迅速收敛（红：特朗普，蓝：拜登）	7
图 11：拜登的选民忠诚度	8
图 12：特朗普的选民忠诚度	8
图 13：同一生产厂商内特朗普的订单情况大幅领先拜登	8
图 14：特朗普竞选旗帜的整体销售情况领先	8
图 15：非农就业人数距离疫情前仍有超 1000 万的岗位缺口	11
图 16：社会保险税在联邦财政收入中的占比常年位于 30% 以上	11
表 1：美国近月就业结构梳理	4
表 2：近两周特朗普在摇摆州奋起直追，关键摇摆州追赶尤其迅猛（数据截至 8.31）	7

表 3：目前进入临床三期的疫苗数量以及规模统计	9
表 4：特朗普新“50 条”政策部分核心理念梳理.....	10
表 5：特朗普减税法案在为高收入企业减税的同时却提高了小企业的税赋.....	11

1. 财政方案悬而不决侵蚀 8 月就业数据

1.1. 8 月非农数据总量改善，但结构恶化

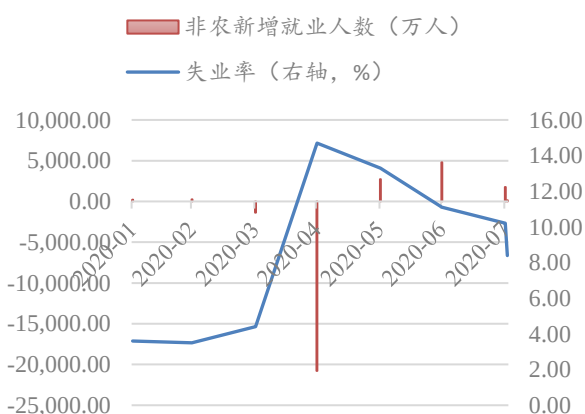
一是 8 月美国失业率 8.4%，自疫情后首次回落到 10% 以内，修复进度超预期，已超过美联储 6 月预测的失业率中值 9.3%。劳动参与率也环比上升 0.3% 至 61.7%。

二是非农新增就业人数 137.1 万人，从结构来看，主要由临时工返岗所贡献。8 月临时工失业人数减少 307 万，主要源自于零售、酒店娱乐等行业的贡献。这一结构的主因是美国 8 月疫情数据明显缓和，娱乐、零售等行业重新开业。值得一提的是，美国疫情后的就业人数修复主要均由临时工返岗所贡献，但本月贡献率达到疫后新高。

反观永久性失业人数，本月环比上升 19% 至 341.1 万，在上月小幅修复后再次反弹，说明疫情对美国经济造成的结构性伤害正在增加。恶化的主要原因在于 8 月 8 日美国 PPP 政策到期后未能及时接续，企业收入不足以支撑员工薪水导致裁员或破产。

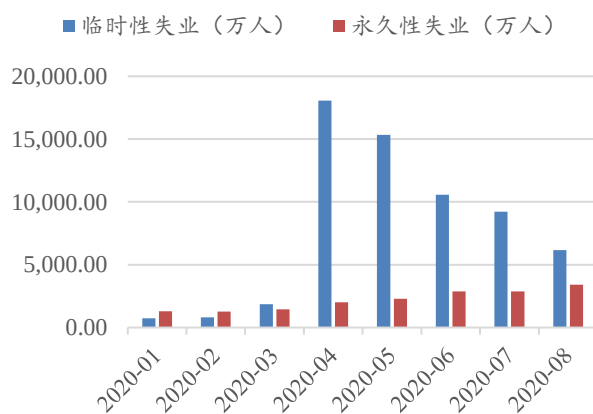
整体来看，美国本月就业数据虽然总量改善，但仍然忧大于喜。需求端疲软导致企业长期雇佣意愿较弱，主要以价格低廉的临时工填补复工后的用工需求；与此同时，疫情对就业市场造成的结构性损伤加重，财政刺激方案悬而未决的不良后果正在逐渐显现。

图 1：本月失业率回落至个位数，非农新增就业人数修复放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：临时性失业拉动 8 月就业数据，永久性失业大幅恶化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：美国近月临时工对就业数据修复的贡献率测算

时间	新增非农就业 SA(万)	临时性失业人数减少 (万)	贡献率	劳动力人口 (万)
3 月	-137	-105	76.6%	16291.3
4 月	-2079	-1622	78.0%	15648.1
5 月	273	272	99.6%	15822.7
6 月	479	478	99.8%	15993.2
7 月	176	134	76.1%	15987.0
8 月	137	307	224%	16083.8

资料来源：BLS，浙商证券研究所

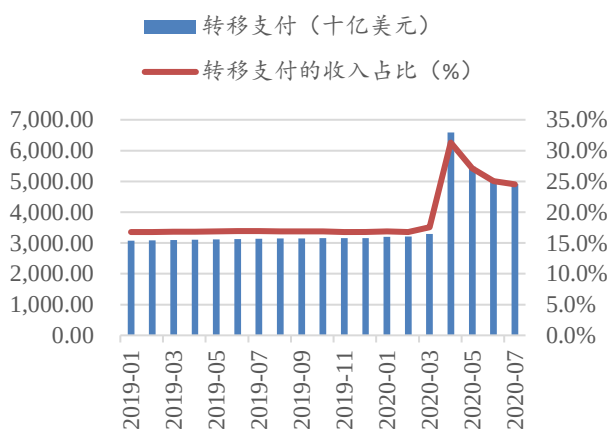
1.2. 美国企业景气度亟待改善

在《CARES》财政法案的刺激下，美国当前居民状况明显优于企业。得益于“撒钱式”的救援，疫情后虽然美国失业率高企，但居民收入却同比大幅上升。这也带动美国零售数据在疫情稍有缓和、消费场景局部恢复后快速反弹，7月零售和食品服务销售额同比增长3.8%。

反观企业方面，疫情后景气度持续低迷。企业整体利润不佳导致投资数据修复缓慢，7月核心资本品订单同比萎缩-4.8%；企业整体用工意愿低迷，PMI就业指数当前仍然位于荣枯线以下；企业破产数量较多，5-7当月破产数同比增速持续高于40%，PPP政策到期后预计8月这一数据仍将持续恶化，也在一定程度上印证了永久性失业人数居高不下的现状。

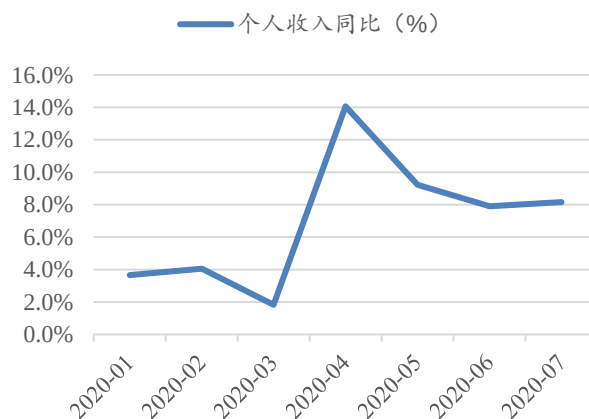
在当前经济现状下，美国经济对于下一轮财政刺激方案仍有较大需求。财政刺激方案的核心作用是在疫情有效缓解直至美国经济开始内生修复前对经济进行临时性的托底。在企业景气度回升的过渡阶段，一方面通过为居民输血带动消费并以此改善企业的收入与利润，另一方面以PPP等政策为企业提供生存必须的现金流。

图 3：疫后财政政策及时为居民收入输血



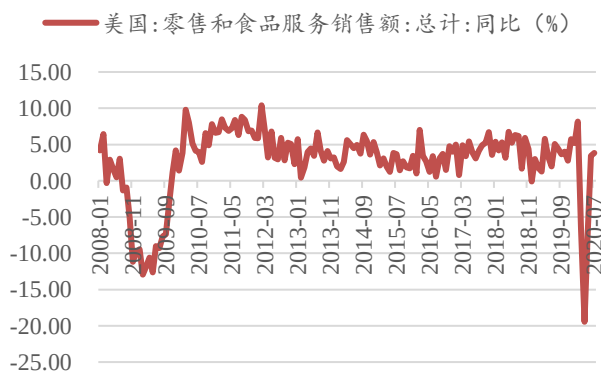
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：美国个人收入在疫情间毫发未损



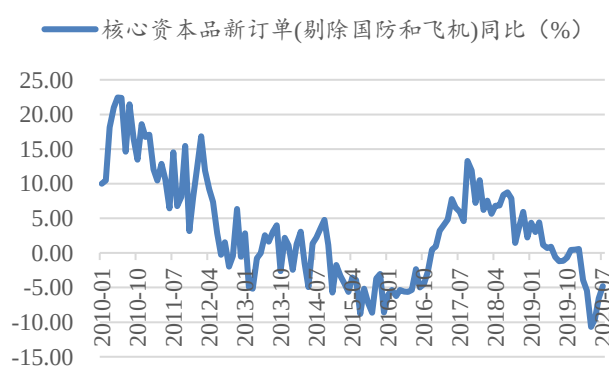
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：美国零售数据已高于去年同期水平



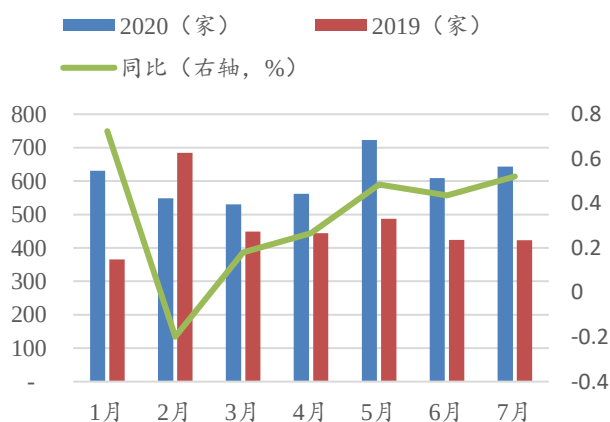
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：企业投资仍未修复



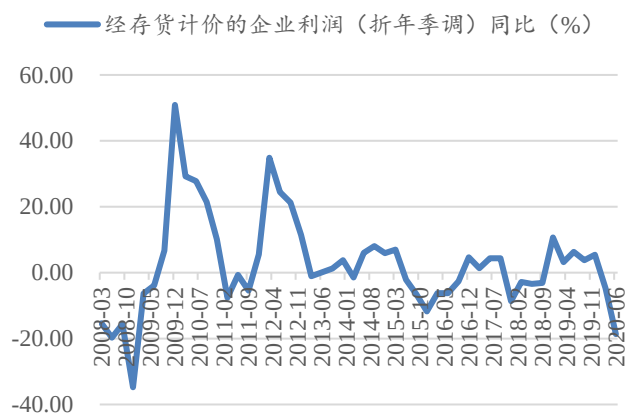
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：美国 Chapter11 企业破产数量居高不下



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：美国企业利润二季度同比大幅下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 非农数据后金融市场表现

近日来美国股市呈现出交易财政刺激预期的特征。9 月 3 日晚，美国股市大跌，道指和纳斯达克指数分别下行-2.78%和-4.96%。除了美国股市的高位调整需求外，财政刺激预期下降引发市场担忧也是潜在诱因。

9 月以来，美国经济数据表现亮眼，PMI、ADP 就业数据表现均超市场预期；CDC 于 9 月 2 日发布消息称将在 11 月 1 日起发放并注射新冠疫苗，经济数据和疫情控制方面捷报频传叠加国会两院对于财政刺激方案的争执不下可能引发市场对于财政方案落空的猜测。美国股市在疫情后的修复进度远超经济复苏程度，这在极大程度上受益于货币、财政政策双管齐下的巨大支持。在此背景下，刺激预期的落空可能引发投资者担忧。

9 月 4 日晚非农数据发布后的市场走势也在一定程度上印证这一逻辑。非农数据结构不佳充分体现了财政政策的必要性，市场对刺激方案的落地预期上升也在开盘时短暂提振了股市。随后美股继续掉头向下可能说明市场博弈结果对于政策预期仍然不抱太高希望，间接催化了高位调整需求。

这一现象的本质原因在于本轮财政刺激方案已在一定程度上脱离基本面，成为两党在大选愈发临近的背景下政治博弈的重要工具。特朗普近期选情大幅改善，胜选赔率已追平拜登。在此背景之下，财政方案落地推动美国经济持续修复并带动美股上涨将为特朗普提供助力，在大选冲刺阶段中反助特朗普一臂之力不符合民主党的核心利益。

2. 特朗普近期选情奋起直追，财政方案将成民主党的拦路武器

2.1. 特朗普近期选情奋起直追，胜选赔率已追平拜登

从近期多方面选情数据来看，特朗普均开始大幅度追赶拜登，过去两月严重倾斜的民调天平开始逐渐回归平衡。

从摇摆州看，根据我们前期分析，美国大选历来均呈现“得摇摆州得天下”的规律。90 年代至今，在摇摆州获取多数胜利的总统最终都成功赢下当年大选。从近 2 周 15 大摇摆州选情看，特朗普在 6 个摇摆州的选情奋起直追，4 个摇摆州选情微幅恶化。

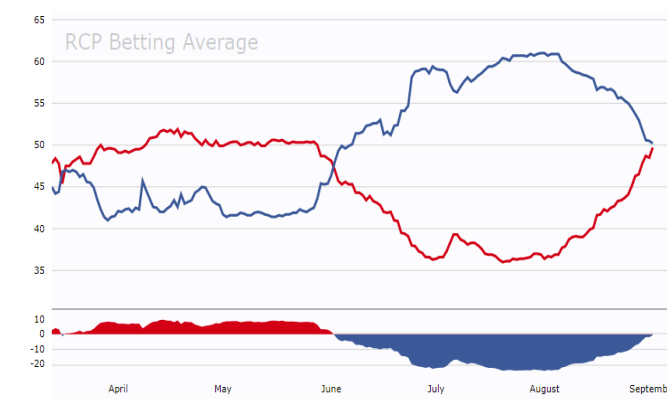
尤其是 4 大关键摇摆州选情大幅改善，有望于近期逐步实现反超，选举翻盘的可能性大增。从选举赔率看，特朗普已基本追平拜登并有望在本周实现反超。

表 2：近两周特朗普在摇摆州奋起直追，关键摇摆州追赶尤其迅猛（数据截至 8.31）

州名	领先方	领先幅度 (%)	领选举人票数	最近两周变化 (%)
威斯康星州	拜登	3.5	10	3.0
佛罗里达州	拜登	3.7	29	1.3
宾夕法尼亚州	拜登	4.7	20	1.7
北卡罗来纳州	特朗普	0.3	15	-0.4
密歇根州	拜登	2.6	16	4.1
亚利桑那州	拜登	2.2	11	-0.2
明尼苏达州	拜登	5.3	10	1.7
俄亥俄州	拜登	2.3	18	0.0
爱荷华州	特朗普	1.7	6	0.0
内华达州	拜登	4.0	6	0.0
新罕布什尔州	拜登	9.7	4	-0.4
弗吉尼亚州	拜登	12.5	13	-1.0
佐治亚州	特朗普	1.1	16	0.1
新墨西哥州	拜登	11.0	5	0.0
科罗拉多州	拜登	10	9	0.0
拜登合计	151	特朗普合计	37	

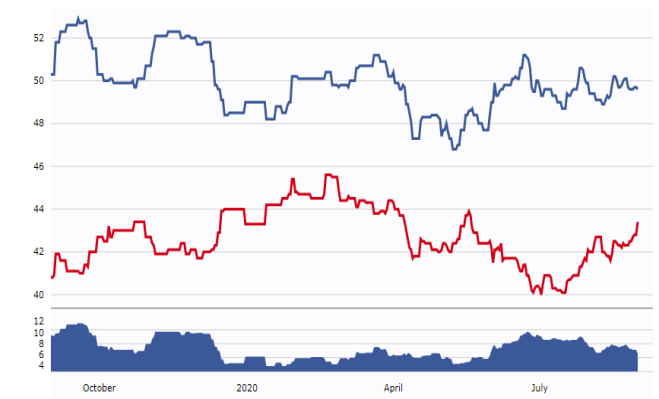
资料来源：Real Clear Politics, 浙商证券研究所

图 9：特朗普胜选赔率即将反超拜登（红：特朗普，蓝：拜登）



资料来源：Real Clear Politics, 浙商证券研究所

图 10：特朗普民调落后幅度迅速收敛（红：特朗普，蓝：拜登）



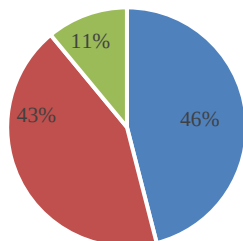
资料来源：Real Clear Politics, 浙商证券研究所

从选民结构看，拜登选民的忠诚度不及特朗普。根据 Pew Research 的民调显示，拜登选民中坚定选民的占比约 43%，远不及特朗普的 66%，后续存在进一步倒戈的可能。

从辅助数据看，近期我们对阿里巴巴的竞选用品销售情况进行统计，以竞选旗帜为例。根据网页公开数据计算，特朗普的整体销售额是拜登的 3.6 倍，销售量是拜登的 4.3 倍。从同一厂商的销售情况对比来看，特朗普的整体销售额和销售量分别是拜登的 6.6 倍和 6.9 倍。大幅领先的销售数据也侧面印证了特朗普的胜选可能。

图 11：拜登的选民忠诚度

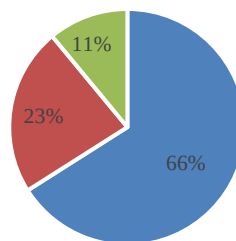
■ 坚定支持 ■ 中性支持 ■ 倾向性支持



资料来源：Pew Research, 浙商证券研究所

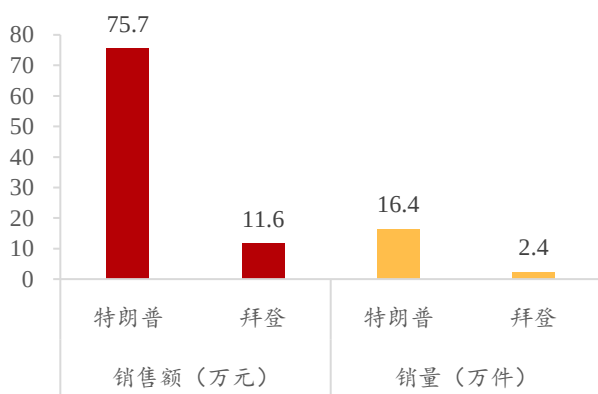
图 12：特朗普的选民忠诚度

■ 坚定支持 ■ 中性支持 ■ 倾向性支持



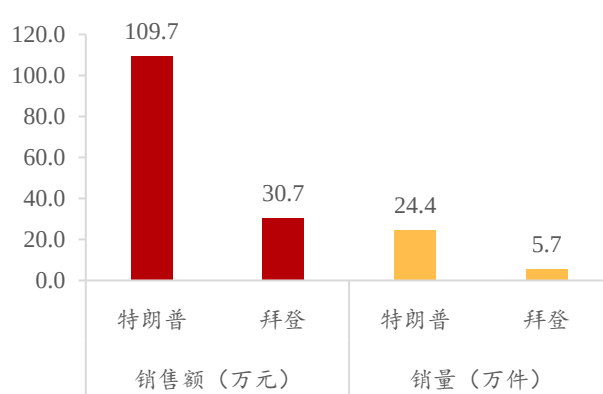
资料来源：Pew Research, 浙商证券研究所

图 13：同一生产厂商内特朗普的订单情况大幅领先拜登



资料来源：阿里巴巴, 浙商证券研究所测算

图 14：特朗普竞选旗帜的整体销售情况领先



资料来源：阿里巴巴, 浙商证券研究所测算

2.2. 财政方案将成为民主党狙击特朗普的国内武器

如上文所述，8月下旬以来，特朗普的竞选之路光明重现。除了选情以外，特朗普近期在其他领域同样捷报频传。

货币政策方面，鲍威尔通过通胀制度调整为市场开出短期货币政策不转向的“承诺函”，将助力美股持续为特朗普大选保驾护航。

疫情控制方面，CDC 宣布美国将于 11 月 1 日起发放疫苗。这一消息将进一步提升

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_2764

