

拜登还是特朗普？

未来美国经济走向与全球政经格局剖析



2020 年 11 月 02 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

拜登还是特朗普？

未来美国经济走向与全球政经格局剖析

联合资信评估股份有限公司 主权部

主要观点

- 目前拜登和民主党在总统大选以及众议院选举中均获得一定优势，但最终仍是“得摇摆州者得天下”，一旦摇摆州向共和党靠拢，特朗普存在反超的可能；综合考量特朗普本人的独特性、民调采样存在偏差以及邮寄选票存在不足等因素，不排除发生选举结果延期公布以及两党对峙的情况。
- 拜登对内政策增强疫情防控和缓和民族矛盾；对外政策强调美国重新领导世界秩序；财政政策侧重于鼓励基建和推进第五轮财政救助法案；税收政策主张定向加税以及缩小贫富差距；货币政策短期内仍以宽松为主，但从长期来看美联储重归货币政策正常化的步伐可能会加速。
- 拜登采取投资带动消费以及鼓励贸易合作的策略，有助于激发三驾马车对经济的拉动作用，但美联储可能会提前开启货币政策正常化进程，潜存股市和楼市泡沫破裂的风险；由于特朗普时期依靠政府减税和发债造成政府财政状况恶化，拜登加税举措是时代必要之举，有助于改善财政赤字和缓解政府债务压力，对于整个社会而言起到了缩小贫富差距以及缓和社会矛盾的作用。
- 对全球资本市场而言，虽然投资者短期存在观望情绪，但长期看依旧提振美股等风险资产表现；对全球经济而言，在释放空前流动性和财政救市之下，全球面临债务明斯基时刻，而拜登的加税和加速货币政策正常化举措更加符合时代需求。
- 就中美关系而言，不论大选结果如何，均难以改变美国对华的遏制态度，但在这场疫情压力测试中，中美更需要互补与协作，带动全球共克时艰，早日实现经济平衡复苏。

正文内容

2020 年新冠疫情所带来的影响不亚于第二次世界大战，将当下世界带入到一个撕裂的时代。一方面，在这场疫情中，欧美国家确诊人数高居世界前列，目前欧洲 12 国再次面临封国的困境，欧美国家深陷疫情泥沼导致过去以欧美为世界经济火车头的局面有所改变。

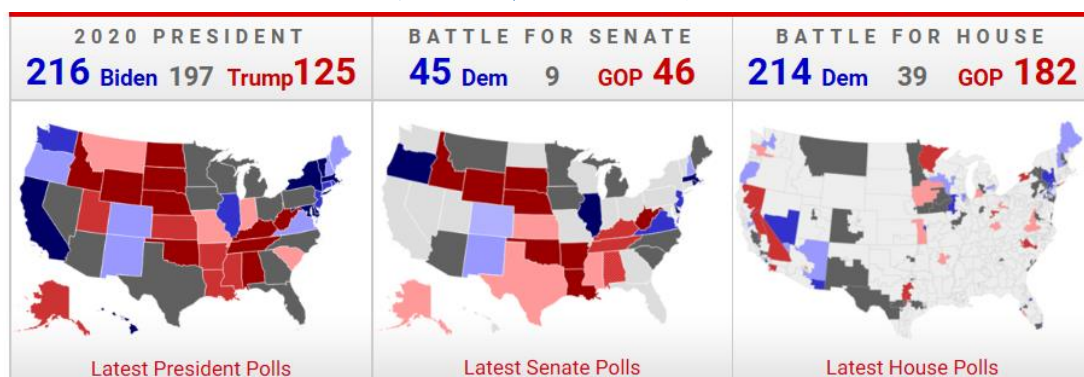
另一方面，疫情暴发加剧了全球的极右翼民族主义思潮，体现在美国种族冲突不断、全球贸易摩擦升级、英国脱欧以及意大利极右翼五星政党上台等，充分说明了反全球化的思潮已经从思想领域向政治和经济领域扩散。本次疫情是对全球经济体的一场风险压力测试，但各国在民族主义思潮下各自为政，使得抗击疫情难度越发增大。在此背景下，本届美国大选受到全球关注，下一任美国总统上台能否改变疫情现状？能否带领全球经济显著复苏？以及能否开启全球秩序的新局面？结合这些问题，我们从美国大选情况、特朗普与拜登政策对比、未来美国经济走向以及未来全球政治经济格局等多个维度进行分析。

一、2020 年美国大选情况

目前拜登和民主党在总统大选以及众议院选举中均获得一定优势，但最终仍是“得摇摆州者得天下”，一旦摇摆州向共和党靠拢，特朗普存在反超的可能

美国总统选举并非是由全国选民投票直选产生，而是采取“选举人团制度”，率先获得 270 张选举人票的候选人即可当选美国总统。目前，两党各自拥有较为稳固的基本盘，西部沿海和东北部地区多支持以拜登为代表的民主党（蓝州），南部和中部地区多支持以特朗普为代表的共和党（红州）。根据 Real Clear Politics 截至 10 月 30 日的数据显示，拜登（216 票）远超特朗普（125 票）91 票，剩余 197 张选举人票为摇摆票，虽然预测拜登获胜的票数遥遥领先，但最终仍是“得摇摆州者得天下”。在摇摆州中，拜登民调支持率在 9 个州领先，平均支持率领先特朗普 3.1 个百分点；而特朗普仅在德克萨斯州、俄亥俄州以及佐治亚州具有一定优势，平均支持率领先拜登 1.4 个百分点。

图 1 2020 年美国大选预测情况

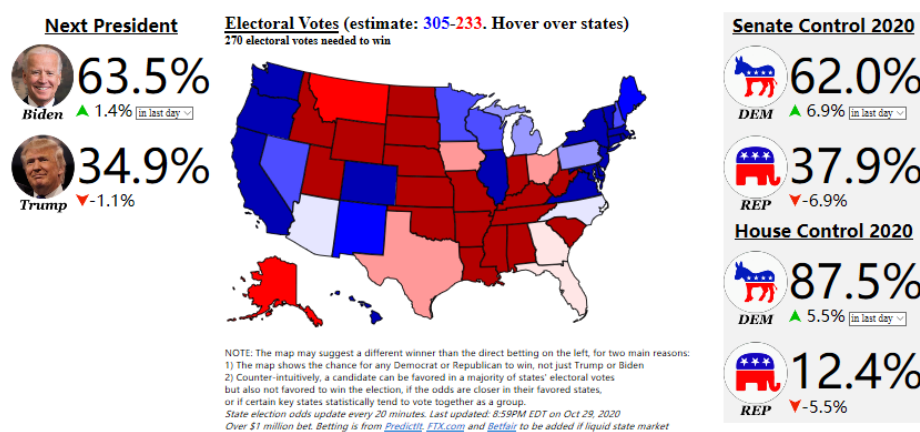


数据来源：Real Clear Politics，联合资信整理

整体看，拜登及民主党在总统大选以及众议院选举中均占据绝对优势，此外拜登在摇摆州中依旧具有领先地位。但是仍需谨防摇摆州的变盘，由于摇摆州的结果尚未确定，存在特朗普反超的可能。需要重点关注佛罗里达州、宾夕法尼亚州、北加利福尼亚州以及亚

利桑那州的选情变化，由于特朗普和拜登在这些州的民调差异较小，一旦出现拜登丢失摇摆州的情形，市场可能会反向加速修正，不排除特朗普全部获得这些州的支持，进而出现反败为胜的局面。

图 2 2020 年美国大选最新民调和博彩赔率



数据来源：Election Betting Odds，联合资信整理

综合考量特朗普本人的独特性、民调采样存在偏差以及邮寄选票存在不足等因素，不排除发生选举结果延期公布以及两党对峙的情况

本届大选邮寄选票的截至时间为 11 月 3 日，在此之前依旧存在较多变数，会对大选结果产生直接影响。一是特朗普本人具有一定传奇色彩，以没有政治经验的背景在 2016 年总统大选时，一举翻盘政治经验丰富的希拉里。考虑到特朗普执政期间的平均工作支持率约为 44.3%，而 70 年代以来但凡连任大选中工作支持率不低于 40% 的总统均有望在大选中击败对手，因此在拜登民调领先的情况下特朗普依旧有翻牌的机会。二是民调采取抽样调查的方式，与事实结果存在偏差。比如，2016 年的民调与大选结果差异极大，主要是因为希拉里的主要支持者多位于东、西部沿海的城市，而特朗普支持者多位于中、南部的乡村，民调对乡村覆盖率不足，存在样本偏差、信息偏差以及投票率不高等问题，而上述因素在今年的选举中仍然存在。三是受新冠疫情影响，本此大选近 50% 的选民采取邮寄选票的投票方式，较往届 10%~20% 的比例大幅提高。由于邮寄选票需要核对信封上选民姓名以及签名的真实性后才能够被纳入计票统计中，2016 年大选因邮寄选票签名不符而拒收 30 万张选票，因此本届大选可能面临关键选票作废对选情产生直接影响、唱票结果延期公布等问题。四是 10 月 26 日，参议院批准特朗普提名的巴雷特出任联邦最高法院大法官，至此联邦最高法院大法官中保守派与自由派人数从 5:4 变成 6:3，说明保守派长期主导联邦最高法院的局面进一步巩固。此举也是特朗普竞选争夺中最成功的一步，巴雷特上任对总统选举投票结果产生直接影响，特朗普阵营可以在“摇摆州”的选举程序争议，邮寄选票的邮戳截止日期以及总统权力交接等问题上获得更多最高法院的支持。值得关注的是，如果

特朗普落选，有可能会质疑邮寄选票的真实性，甚至需要最高法院进行裁决，可能会延长大选结果公布的时间，不排除会出现两党对峙的政治僵局。

图 3 特朗普政府工作满意程度调查

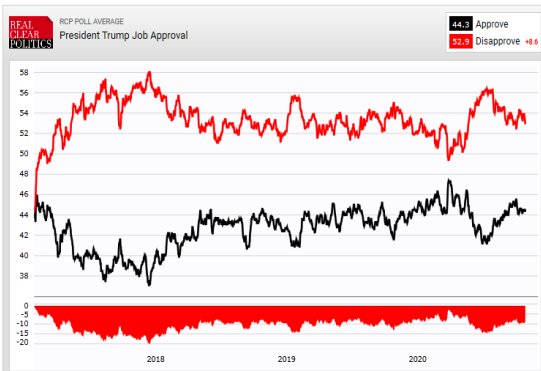
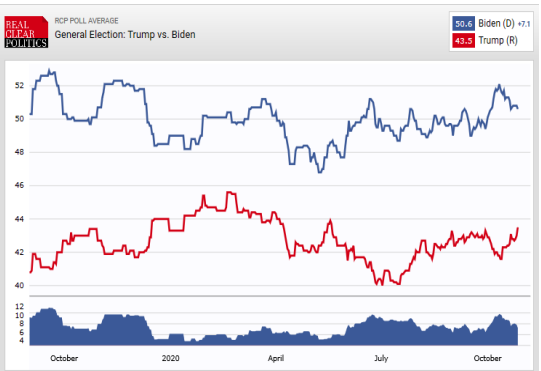


图 4 拜登和特朗普的支持率



数据来源：Real Clear Politics，联合资信整理

二、 特朗普与拜登的政策对比

拜登对内政策增强疫情防控和缓和民族矛盾，对外政策强调美国重新领导世界秩序，可能采取联合盟友而非单边主义的对华遏制政策

在疫情防控方面：一是拜登呼吁颁布全国“口罩令”，较特朗普的“呼吁戴口罩”更上一层；二是拜登希望通过建立流行病检测委员会，实现全民免费检测，相较于特朗普的举措更加快速和严格；三是拜登选择重新加入世界卫生组织，而特朗普则选择退出世界卫生组织。整体看，由于特朗普的疫情防控失利是拜登对其抨击的重点，因此拜登在疫情防控上更加积极且愿意参与国际协同抗疫和疫苗研发，拜登的防疫政策对美国的疫情遏制起到更为积极的作用。

在社会问题方面：一是拜登或将放宽对移民的保护。拜登主张撤销特朗普所提出的南部边界隔离墙、撤销庇护申请数量限制以及推动区域移民安置，这些措施得到了美国移民群体的支持。二是拜登在种族问题上更为多元和包容。拜登选用哈里斯作为自己的竞选副手，哈里斯是具有非裔和亚裔血统的女性，主要关注种族平等以及女性平权问题，有助于缓解美国近期陷入僵局的种族矛盾，受到非裔选民、进步派和少数派支持。三是在能源与环境保护上，拜登主张“美国制造”“绿色经济”“科技研发和创新”以及呼吁重新加入《巴黎协定》，与特朗普的质疑全球变暖以及鼓励石油和天然气开采截然相反，虽然拜登的主张有助于保护环境，但是可实施性较低且遭到油气企业的强烈反对。整体看，拜登的社会政策有助于缓和美国现有的社会矛盾与冲突。

在对外政策方面：一是在对外军事上，拜登和特朗普均主张增加国防预算支出，强化美国在海外的军队部署；不同之处在于拜登更希望结束中东战争，而非特朗普的扶植中东

部分国家进行“中东再平衡”。二是在对外贸易上，拜登主张建立以美国为主导的国际贸易新秩序，减少贸易壁垒并重新指定全球贸易标准，不主张通过加征关税的方式向其他国家施压。对于中美贸易关系，可能采取联合盟友而非单边主义的对华遏制政策。整体看，拜登与特朗普基本战略都是力促美国重新领导世界秩序，二者对于中国的态度仍然以打压为主；战术上的不同之处在于拜登更倾向于采取联合盟友的协作策略。

拜登的财政政策侧重于鼓励基建和推进第五轮财政救助法案，税收政策主张定向加税以及缩小贫富差距，货币政策短期内仍以宽松为主，但从长期来看美联储重归货币政策正常化的步伐可能会加速

在财政政策方面：一是拜登与特朗普均鼓励政府加大基建支出。拜登提出一项总计 2 万亿美元的“气候计划”，这一计划也将带动公路、桥梁以及其他基础设施的建设；而特朗普则侧重道路和桥梁的基础设施建设，以及鼓励 5G 网络和农村宽带的建设。二是两党目前就第五轮财政救助法案（《HEROS 法案》）谈判陷入僵局，如果拜登胜选有助于增加该救助计划的资金规模，更多的为家庭提供失业救助，而非给予中小企业资金补助。整体看，拜登和特朗普的财政政策差异较小，均会在后期继续出台财政救助计划。

在税收政策方面：一是与特朗普鼓励减税不同，拜登主张采取加税政策，该政策也成为选民最为关注的选举政策。拜登主张将企业所得税税率由 26%（包括联邦和地方政府）提高至 33%，以弥补特朗普政府减税而造成的财政收入削减，以及减轻政府偿付政府债务的压力；拜登还主张将资本利得税从目前的 23.8% 提高至 39.6%，该政策会增加投资成本，对资本市场表现造成一定影响。二是拜登更主张减少贫富差距，通过征收“富人税”来进行社会财富二次分配，将富人财富更多的转移到基础设施建设上；而特朗普则主张减少或消除富人税。整体看，此次大选若拜登获胜，美国或将进入加税期，企业税上调会降低企业盈利；同时也对上市公司回购股票有所制约，使得美国股市短期承压；此外，拜登可能调查科技公司的垄断情况，科技股的红利可能有所消失。

在货币政策方面：一是拜登上台可能会放松对美联储的干预，并且大概率保持现有的货币政策。拜登希望美联储关注控制通货膨胀问题，可能会加快美联储重归货币政策正常化的步伐，将美联储的加息时间从 2025 年提前至 2024 年。二是拜登胜选可能会采取更为严格的金融监管措施。拜登大概率会延续奥巴马时期的政策主张，例如出台《多德-弗兰克法案》以及沃尔克规则，加强监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险以及将更多的场外衍生品纳入监管范畴。整体看，短期内拜登的货币政策仍以宽松为主，主要致力于辅助美国经济复苏，但长期看会采取严格以及从紧的货币政策，以保持通货膨胀处于合理健康区间。

三、 未来美国经济走向

拜登采取投资带动消费以及鼓励贸易合作的策略，激发三驾马车对经济的拉动作用，但美联储可能会提前开启货币政策正常化进程，潜存股市和楼市泡沫破裂的风险

如果拜登获胜会对特朗普的诸多现行政策产生颠覆，因此重点讨论拜登政策对未来美国经济和财政的影响。拜登采取投资带动消费以及鼓励贸易合作的策略，激发三驾马车对经济的拉动作用。具体来看，如果拜登执政，有望在短期内出台较大规模的第五轮财政救助法案，有助于缓解受疫情影响行业的资金需求以及推动国内基建、科教文卫、绿色经济方面的发展，依靠投资从供给端刺激经济复苏并修复全球产业链运行；而政府投资带动资金向实体部门流入，创造新的就业机会和增加居民收入，进而从消费端拉动美国经济复苏；拜登对美国企业在国内外公司实施不同的税收政策有助于制造业回流美国，此外，拜登可能联合贸易盟友、重新签订贸易协定以及降低与盟友贸易壁垒，有助于改善美国贸易端对经济的拉动作用。整体看，拜登的经济政策有望带动美国经济在 2021 年逐步复苏。

借鉴美国历史经验，2001 年美联储实行长期宽松的货币政策，低利率下宽松的货币政策环境使房地产投资取代互联网投资成为美国经济新的增长点，但信贷膨胀问题也随之而来，多余的流动性从实体企业流入到资本市场，导致大量资本泡沫和高杠杆；2003 年后美联储进入加息周期，连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因，最终引爆 2008 年美国次债危机。考虑到特朗普上台后主要依靠央行放水的杠杆效应推升股市和楼市发展，二者泡沫已经接近崩溃边缘，如果拜登加速货币政策正常化，不排除出现泡沫破裂的可能。

由于特朗普时期依靠政府减税和发债造成政府财政状况恶化，拜登加税举措是时代必要之举，有助于改善财政赤字和缓解政府债务压力，对于整个社会而言起到了缩小贫富差距以及缓和社会矛盾的作用

借鉴美国历史经验，2008 年美国次债危机暴发后，政府为提振经济发展而采取长达 10 年的宽松政策，但却导致美国政府债务杠杆率节节攀升，使得近 10 年美国政府债务水平大幅增长近 40 个百分点。尤其是自特朗普上台以来，依靠政府减税和发债造成政府财政状况严重恶化。一方面，政府通过减税措施大幅削减企业税和简化个人税税阶，此举对财政收入造成一定压力；另一方面，军费、消费等财政支出的扩大造成财政支出规模持续增长，最终导致财政赤字规模不断扩大，政府债务总量也因此不断上升，屡屡冲击国会设定的联邦债务上限。随着美国经济下行压力增大，减税效应叠加宽松的财政政策，进一步增大政

府财政赤字水平和政府债务压力。2019 年美国财政赤字率上升至 6.3%，美国政府债务水平由 2007 年的 64.7% 上升至 2019 年的 108.7%，远高于同期法国（95.6%）、加拿大（91.3%）和英国（87.8%）的政府债务水平。

尤其是在疫情暴发后，美国政府已经出台了《CARES 财政救助法案》、《HEROS 财政救助法案》以及《HEALS 财政救助法案》等，资金规模合计约 8.2 万亿美元，政府债务偿付压力较大。根据预测，预计今后 10 年联邦政府预算中将需要为其债务支付总额高达 10 万亿美元的利息，其中联邦政府利息支出占 GDP 比重将提升至 24%，若没有疫情联邦政府将在 2035 年无力支付居民社保费用。财政赤字的扩张和债务的攀升可能通过更高的利息、通胀或者税收来偿还。预计 2020 年政府赤字与 GDP 比值率将攀升至 20%，政府债务与 GDP 比值将超过 130%。当前低利率环境为政府还债和借贷创造了良好环境，但却对未来经济形势和债务可持续性埋下隐患，加剧了市场对美国政府财政压力和债务的持续性问题的担忧。

整体看，结合美国财政现状，拜登加税举措是时代必要之举，有助于改善财政赤字和缓解政府债务压力。此外，特朗普时期通过废除奥巴马医疗以及放宽遗产税等举措，更多的保障富人阶层的利益并扩大社会贫富差距，也在一定程度上埋下了社会动乱的种子。而拜登的定向加税虽然会损害部分富人阶层的利益，但对于整个社会而言起到了缩小贫富差距以及缓和社会矛盾的作用。

四、 未来全球政治经济格局

对全球资本市场而言，虽然投资者短期存在观望情绪，但长期看依旧提振美股等风险资产表现

一是美股可能出现短空长多表现。从短期来看，如果特朗普连任会进一步加大减税规模，对美股短期上扬形成强劲支撑；但如果拜登上台执政，其加强金融监管以及定向加税的举措可能促使美股产生波动回落。比如，随着美国大选日的临近，美国三大股指连续多日下跌，截至 10 月 30 日，道琼斯工业指数年初至今增幅由正转负并下跌至 -6.6%。但从长期看，拜登大规模财政和基建计划、缓和社会矛盾以及改善贸易争端等举措对美股具有支持作用。二是市场避险情绪进一步消散，美债收益率存在上行压力。如果拜登当选，市场短期内可能怀有一定观望心态，存在部分风险资产进入债市避险的可能。但随着疫情常态化以及经济基本面逐步修复，投资者避险情绪明显回落，给美债收益率带来更多的上行压力。三是美元可能短期继续承压。如果拜登上台执政，美联储大概率会继续推行零利率政策并加码量化宽松，推升通货膨胀和美元下行。此外，拜登主张定向加征企业所得税和资本利得税，一定程度上增加了持有美国本国资产的压力，对美元形成一定利空。四是石油

价格双向波动增大。一方面，拜登主张清洁能源政策，对传统石油和天然气行业采取限制，虽然实际可实施性较低但可能造成美国石油企业股价短期下跌；另一方面，受美国经济基本面逐步修复以及大兴基建的政策带动，提振石油用工需求，对石油价格起到有力提振作用。

对全球经济而言，在释放空前流动性和财政救市之下，全球面临债务明斯基时刻，而拜登的加税和加速货币政策正常化举措更加符合时代需求

从周期的角度看，近年来，全球经济体普遍面临经济下行压力，而宽松的救市政策带来全球债务压力。一方面，自 2019 年起，欧美国家通过低利率或负利率的举措来刺激经济发展，宽松的货币政策有助于提振经济发展，但各经济体的经济周期和金融周期存在不一致性，需要考察债务水平和贷款增速情况。上一经济周期虽然出现下行信号，但上一金融周期的高杠杆水平并未完全稀释，2008 年全球金融危机后，各经济体均采取量化宽松等救市措施，长达 10 年的宽松货币环境使得全球债务水平不断攀升。低利率以及负利率政策带来的是流动性过剩和通货膨胀、“流动性陷阱”以及银行盈利负担加重以及不良贷款率抬升等问题。

另一方面，疫情发生后各国为救市而进一步释放空前的流动性，各国屡创历史记录的救助方案虽然可以定向解决当下所面临的公共卫生防控问题以及提供就业保障，但也带来政府财政结构失衡以及政府债务逼近历史高位等问题，对各主权政府的本币债务偿付实力构成压力。根据 IMF 预测，预计 2020 年发达经济体政府债务负担将会达到 120% 的历史高位，较 2008 年上涨约 40 个百分点。此外，债务风险会向更为脆弱的新兴发展中经济体传导，以阿根廷债务危机为例，巨额的债务偿还压力、不断上升的利息成本、高位运行的美元指数，可能成为引爆新兴市场债务风险的重大隐患。在此背景下，拜登的加税和加速货币政策正常化举措更加符合时代需求。

就中美关系而言，不论大选结果如何，均难以改变美国对华的遏制态度，但在这场疫情压力测试中，中美更需要互补与协作，带动全球共克时艰，早日实现经济平衡复苏

近 40 年中国经济平均增速保持在 9% 左右，并于 2010 年跃居为世界第二大经济体，经济体量占美国的比重也由 10.6%（1980 年）上升至 68.7%（2019 年）。随着中国经济实力的提升，与美国的差距不断缩小，目前中美关系已经处于“修昔底德陷阱”之中，即新崛起的大国与现存传统大国之间必然会在多个领域产生摩擦，甚至不排除战争的可能性。2020 年 5 月，白宫发布《美国对中华人民共和国战略方针》，指出中国正在通过经济、军事以

及信息等手段改变国际秩序，中美正处于战略竞争时代，并将适当维护美国的利益。因此，不论是特朗普或拜登上台，均难以改变美国对华的遏制态度。

一是拜登上台可能会短期缓和中美贸易摩擦，但长期看摩擦依旧持续。对于中美贸易关系，拜登认为中国采取了“不公平”的贸易行为，主张通过贸易盟友协作共同向中国施压，说明拜登短期内不会通过加征关税的方式升级中美贸易摩擦，但是长期仍然会联合盟友共同制约中国发展。**二是在美元走弱的背景下，人民币汇率有望进一步走强。**相较于中国疫情得到有效控制且经济快速恢复，美国疫情大幅增长制约美国经济复苏的步伐。此外，美国通胀水平正在快速回升，在一定程度上加重了美元下行的压力，在美元表现较为疲软的背景下，人民币汇率或得到一定支撑。**三是拜登可能进一步加大对华技术打击。**根据 7 月 21 日公布的民主党纲领强调，民主党将会对中国以及任何试图削弱美国制造业的国家采取行动，抵制中国“窃取”美国知识产权以及要求中国停止对美国企业的“网络间谍行为”，说明拜登大概率会继续加大对中国技术进步方面的限制。**四是中美可能进行军事竞争，但发生局部军事冲突的可能性极低。**拜登采取相对温和的对外政策，主张通过加大对海外军事力量的部署来保障美国的全球军力防控，但不会过分干预香港以及台湾等中国内政。整体看，拜登在军事上对华相对中性，更多的是采取经济制衡，因此两国之间爆发局部热战的可能性极低，更多的是在经济、贸易、科技以及军事装备领域等多维度的竞争。

在这场全球疫情压力测试面前，中美作为全球最大的两个经济体，不应互相对立，否则会加剧世界的割裂，令国际贸易、全球供应链以及东西方文化陷入低谷。中国在构建经济“内循环”的基础上，仍需努力创造“外循环”的机会，争取实现经济内外平衡发展。而中美应当承担起各自的社会责任，在疫苗研发、经济互通以及秩序建设上互补与协作，带动全球经济攻克时艰，并早日走出疫情泥沼。