

美国大选风险正逐渐显现

2020 年 05 月 23 日

事件

■ 大选逐渐取代疫情，成为影响美国资本市场的最关键因素。

美国新增确诊人数缓缓下降，各州解除封闭令，疫情恐慌逐渐消散。与此同时，标普 500 指数期货曲线显示，投资者认为 6 个月之后的波动将大约近期的 3 个月。其中最大的风险因素就是美国大选。

证券分析师 陈李

执业证号：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenli@dwzq.com.cn

观点

■ 当前选情对特朗普有利

特朗普的工作支持率在近期民调中上升到任内最高水平。一些人认为，这是在美国总统选举历史上的正常现象。在一场大的危机或者战争事件后，总统的支持率会在短期内迅速提高。四年对华强硬为特朗普收获不少粉丝，而甩锅中国策略在其拥趸中十分奏效，拜登因过往与中国关系过于紧密而明显占据下风。疫情爆发再次让美国的社会矛盾激化，而社会分化有利于强硬倡导“美国优先”的特朗普获得更多支持者。

■ 两党政策差异集中在国际合作，税收是个未来美股一大风险点

特朗普奉行美国优先的“孤立”主义，脱离国际组织，而拜登强调美国的国际领导力，可能会一定程度上回归奥巴马的亚太平衡政策，重组以美国为首的政治经济同盟。

拜登明确提议，将增加美国企业的税率，而特朗普也可能为了应对不断扩大的预算赤字而被迫提高税率。如果未来美国企业税率上升，将对企业业绩产生严重负面影响，这将对 2021 年美股盈利产生严重负面影响，对资本市场不利。

■ 中美摩擦在加剧，将是市场低迷的风险因素，但不影响经济基本面

1. 对华不友好几乎是每次美国大选期间的两党共同选择。调查显示，无论是共和党人还是民主党人，美国人对中国的不信任感都处于历史最高水平。今年由于疫情的演化，中国议题尤其突出。未来几个月，特朗普和拜登利用疫情互相指责对方“对华友好”，反华的情绪势必高涨。

2. 对华技术封锁可能持续，但对民品商用市场的影响不会边际增加

3. 受到宏观经济的冲击和影响，美方供应和中方需求同时减弱，一季度中国向美国的进口仅完成了模拟预期目标的 46%。虽然暂时落后，但阶段一的贸易谈判协议仍在有效期内。美国尚处于复工复产初期，中国需求端稳中向好，在后期会加大进口。中美也可能重新协商是否降低预期目标，但美方不会贸然提高产品关税，因为增加关税将进一步推高美国国内物价。随着居民收入大幅减少，消费者已无法承受更高物价。

4. 美加强对中概股监管，这意味着中概股在短期波动可能较大，中国企业赴美融资可能面临更多困难，但长期来看优质公司仍将得到资金追捧

由于大选存在重大不确定性，下一阶段贸易谈判拖延到美国大选后对中方更有利。

■ 风险提示：疫情在美国二次爆发，新增病例数大幅攀升，各州再次实施“封闭”，大选甚至被迫推迟，美国取消香港“独立关税区”地位。

相关研究

1、《三分钟看中观：猪肉价格大幅回落，存储器价格继续调整》2020-05-20

2、《三分钟看中观：水泥延续上涨，汽车销量 21 个月来首次增长》2020-05-13

3、《策略点评 20200513：MSCI 不提升 A 股纳入因子：全年的资金流入上行和下行风险》2020-05-13

4、《策略点评 20200507：加仓成长，重视科创》2020-05-07

5、《策略点评 20200505：2019 年报和 2020 一季报分析：疫情冲击落地，中报情况初探》2020-05-05

内容目录

1. 大选逐渐取代疫情，成为影响资本市场的最关键因素	4
2. 目前选情对特朗普有利	4
2.1. 疫情可能反助特朗普连任	4
3. 两党的政策差异集中在国际合作，税收是个未来的风险点	6
4. 中美摩擦在加剧，将是市场低迷的风险因素，但不影响经济基本面	7
4.1. 攻击对方“对华友好”是贯穿大选的主线	7
4.2. 对华技术封锁持续，但对民品商用市场的影响不会边际增加	7
4.3. 短期内不大可能提高关税	8
4.4. 受瑞幸事件和反华情绪影响，美国对中概股监管正在收紧	9
5. 风险提示	10

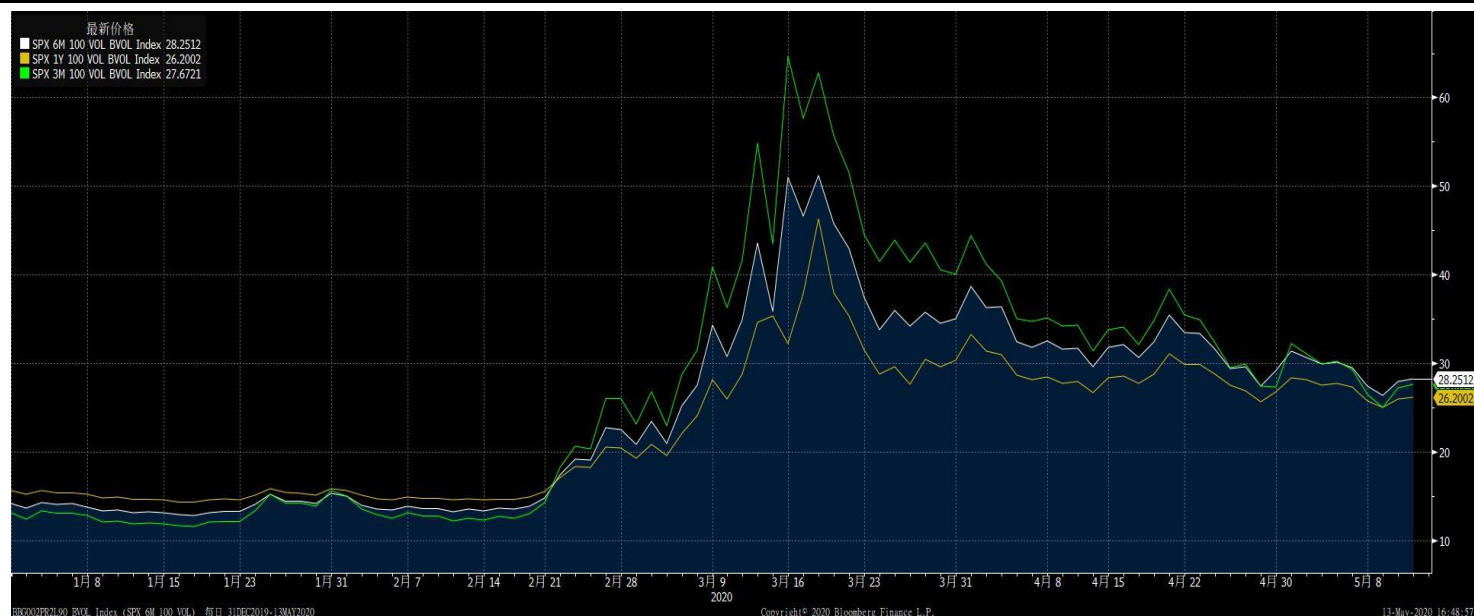
图表目录

图 1：标普 500 指数期货 3、6、12 个月价格曲线	4
图 2：美国各州复产复工现状，大量州禁令逐渐放开	5
图 3：特朗普总统支持率不降反升	5
图 4：美国失业率(%)	6
图 5：朗普与拜登政策主张对比	7
图 6：中方承诺自美进口金额和实际购买金额	8
图 7：美国四月零售行业增速遭遇 92 年来最大打击 (%)	9

1. 大选逐渐取代疫情，成为影响资本市场的最关键因素

随着日新增感染人数曲线的平缓，各州逐渐放开居家隔离限制，出于对经济活动缓慢复苏的预期，标普 500 已从 3 月 23 日见底后至今大反弹 30%。值得注意的是，标普 500 的期货价格曲线出现了倒挂，表明投资者认为标普 500 指数 6 个月波动率高于 3 个月和 1 年波动率。对 6 个月后股市剧烈波动的预期，不仅反映了秋季疫情卷土重来的风险，也反映了市场对即将到来的美国大选感到忧虑。如果经济在第三季度初重回正轨的话，投资者的注意力将会聚焦在大选上。

图 1：标普 500 指数期货 3、6、12 个月价格曲线



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

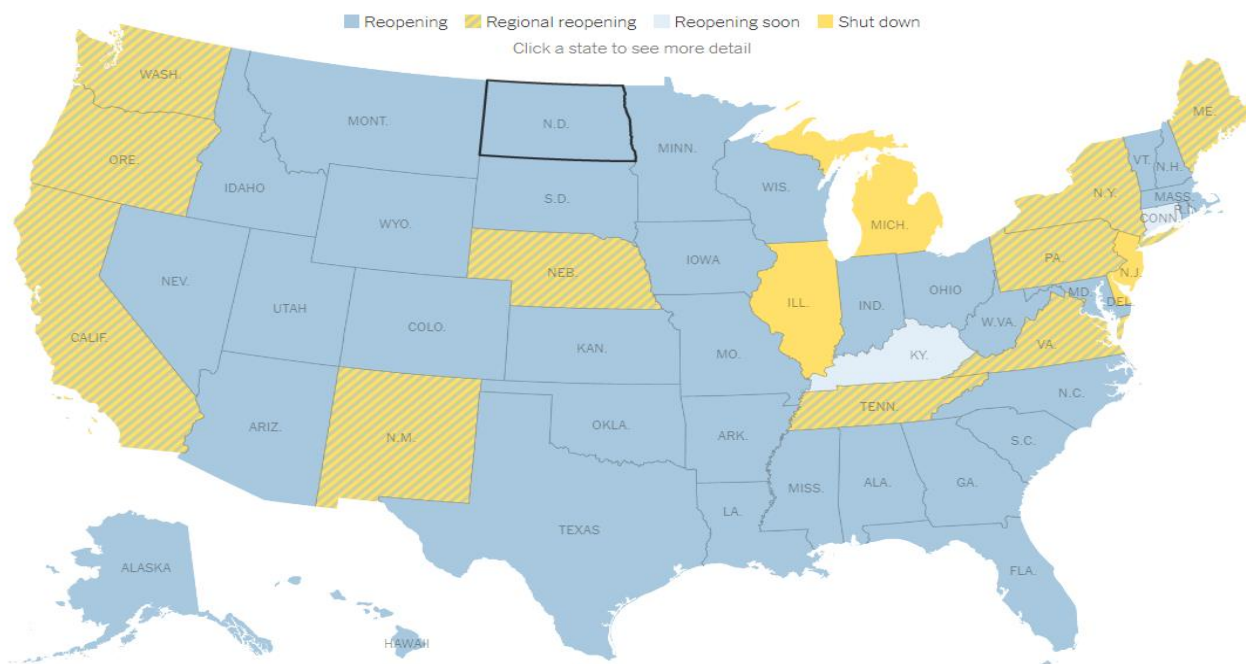
接下来我们将围绕美国大选讨论一下几个问题：大选结果预测、两党国内政策差异以及大选前后中美关系展望。

2. 目前选情对特朗普有利

2.1. 疫情可能反助特朗普连任

美国许多州正在逐步放宽限制，允许部分企业重新开业，通常从零售商店和个人护理开始，只要这些企业遵守社交距离的规定。如今出现了一个新的常态：新冠新增病例数持续上升，而复产复工的人员数量也持续上升。

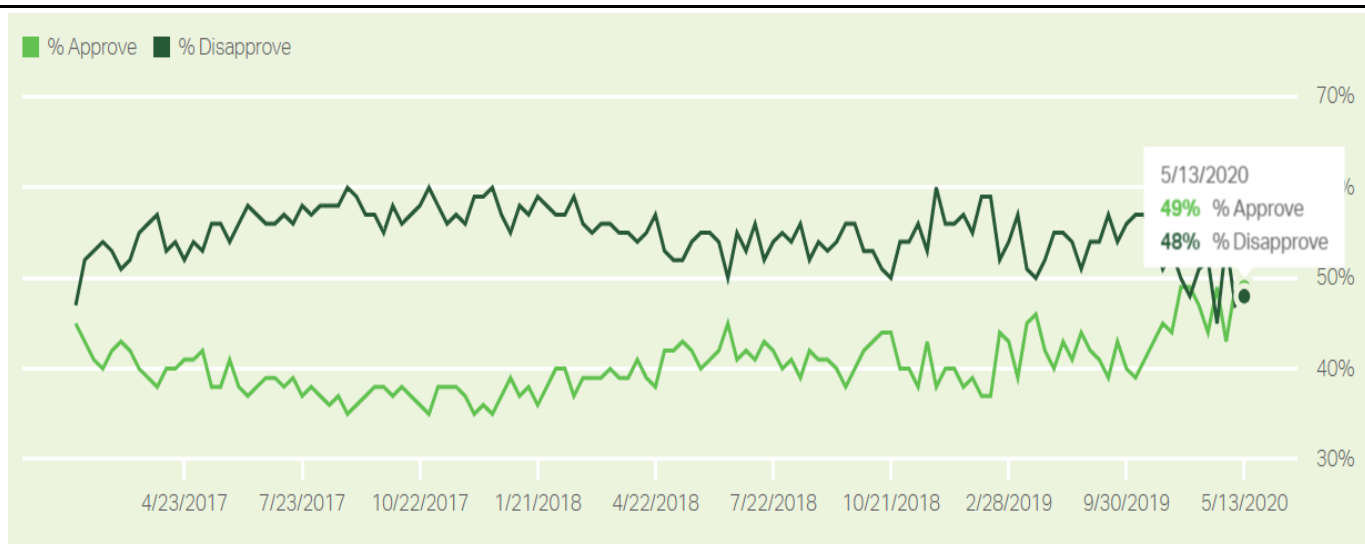
图 2：美国各州复产复工现状，大量州禁令逐渐放开



数据来源：The New York Times，东吴证券研究所

一个具有表征性的数据是总统在职期间的工作支持率，该指标一直是能否连任一个强指标，且由于仅针对特朗普一个调查标的，而排除了部分数据偏差。在 4 月 14 日至 28 日的调查中，美国民众对特朗普的支持率不降反升至 49%，追平其任内的最高记录。美国的总统选举历史中有一个现象，在经历了一场大的国际危机或是战争后，总统的支持率会在短期内迅速提升，这种现象被称为 rally around the flag (团结在旗帜周围)。

图 3：特朗普总统支持率不降反升



数据来源：Gallup，东吴证券研究所

两党在公共卫生和经济上遭遇分歧，社会分化也更加撕裂。4 月份，全美 2300 万人失业，失业率飙升至 14.7%。美国是一个低储蓄，提前消费的国家，许多人甚至无法负担当月租金，进而被房东下达驱逐令。低收入人群相对于精英阶层对停滞更加敏感，居家办公更是不可能。因此特朗普倡导的复产复工相对于公共卫生对于他们来说尤为重要。

图 4：美国失业率(%)



数据来源：Trading Economics，东吴证券研究所

特朗普在任的四年已让“美国优先”、“经济优先”成为一种新的“政治正确”，四年任期强硬的对华政策也让他新增不少支持者。大选期间针对中国的宣战中，拜登因过往与中国关系过于紧密而明显占据下风。随着疫情让社会矛盾更为凸显，我们认为特朗普有极大的可能性连任。

3. 两党的政策差异集中在国际合作，税收是个未来的风险点

特朗普对内实施低税收的财政政策和扩张的货币政策刺激经济。拜登对内推行适当的政府干预，增加对大企业和富人的税收，提高最低工资标准。对美国而言，特朗普的政策会使美国经济获得短期提振，大量资本、企业回流美国本土，增加就业，增加企业收入。拜登的政策一定程度的弥合美国的贫富矛盾，加强政府职能。

2017 年特朗普推动的税收改革法案将实际企业税率从 26% 下调至 18%，极大地推动了 2017-2018 年美国公司的税后利润上升。民主党一向主张财富重新分配，拜登的竞选提案中列明将提高税收，总目标金额 3.2 万亿美金，将公司所得税从 21% 提高到 28%，将个人所得税从 37% 提高到 39.6%。但在今年大选结束后，无论谁当选，企业税率都可能被抬升。为了应对疫情，联邦政府预算赤字不断扩大，未来可能需要通过上调个人或公司税率以增加收入。这将对 2021 年美股盈利产生严重负面影响，所以这是股市未来最大风险。

图 5：朗普与拜登政策主张对比

	特朗普	拜登
税收	2017 年 11 月降低税收，签署《2017 年减税与就业法案》。由于预算赤字的扩大，即使连任，也有可能提高税收以应对扩张的财政支出	适度提高税收，总目标金额 3.2 万亿美元。例如将公司所得税从 21% 提高到 28%，将个人所得税从 37% 提高到 39.6% 等
基建	大选时承诺 1 万亿美元基建计划，上任提出多次并未获得通过。特朗普重新提出 2 万亿美元基建计划：道路、桥梁、铁路或其他公共工程项目	未来十年 1.3 万亿基建投资：宽带、高速公路、铁路、减少温室气体排放、建立智慧城市
就业	通过制造业回流增加就业机会	提高最低工资标准至 15 美元/小时，支持带薪病假与家庭假；扩大紧急失业补偿
制造业	税改并威胁在美国境外生产商品的美国公司征收新税，鼓励制造业回归美国	并无明显主张
医疗	终止奥巴马医改，减少医疗支出	在扩展奥巴马医保的基础上，反对全民医保，推行平价医疗
世界组织	不合作，如退出《巴黎气候协定》、威胁退出 WHO	美国继续领导世界，比如重新加入《巴黎气候协定》

数据来源：joebiden.com, IRS, CNN, New York Times, 东吴证券研究所

4. 中美摩擦在加剧，将是市场低迷的风险因素，但不影响经济基本面

投资人担心接下来几个月贸易摩擦是否会进一步恶化，我们认为美国大选和中美关系将成为市场低迷的风险因素，对经济基本面无实质影响。

4.1. 攻击对方“对华友好”是贯穿大选的主线

皮尤（Pew）和盖洛普（Gallup）最近的民意调查显示，无论是共和党人还是民主党人，美国人对中国的不信任感都处于历史最高水平。这是共和党和民主党都能达成的共识。由于疫情引发美国经济崩溃，中国不再仅仅是贸易、技术、制造业的外交议题，而成为与每个美国人生活息息相关的议题。未来几个月，特朗普和拜登利用疫情互相指责对方“对华友好”，反华的情绪势必高涨。

4.2. 对华技术封锁持续，但对民品商用市场的影响不会边际增加

去年美国将华为列入实体清单，但其对华为的禁令却在“临时牌照”的基础上一延再延。终于在 5 月 15 日出口管制文件中进一步升级了管制，虽然未明令禁止供货，但必须提出申请，即任何向华为提供含有美国设备的产品需要经过 BIS 批准。文件里注明“以拒绝为前提假设”，也就是说，理论上我们应当假设所有含有美国制造的半导体公司将停止向华为供货，不应心存侥幸。未来，我们可以推断，任何在中国有领先优势的核心

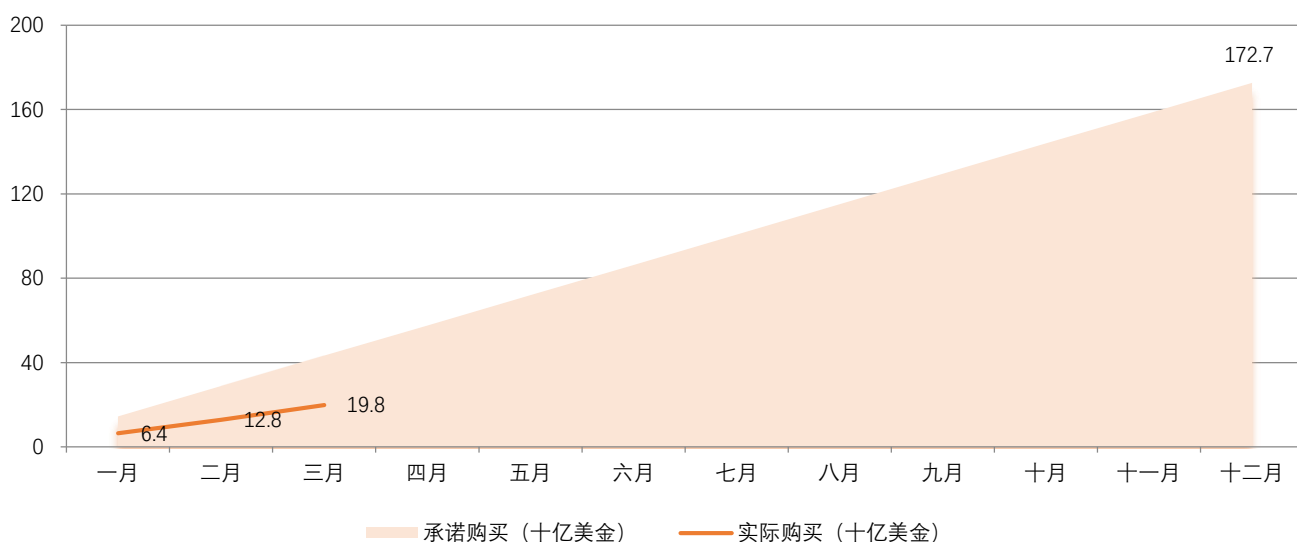
科技都将严重受到美国的掣肘。

5月22日，美国商务部宣布新增33家中国实体列入实体清单，涉及云、人工智能、ARVR、大学、研究中心、物流贸易、视频监控等领域。名单未涉及上市公司，且对民品商用市场的影响不会边际增加。

4.3. 短期内不大可能提高关税

因为阶段一的贸易谈判协议仍在有效期内，虽然受到宏观经济的冲击影响，一季度向美进口协议内商品198亿美元，与季度按比例承诺进口额432亿美元相比，仅完成模拟预期目标的46%。虽然暂时落后，但中方可能在后期加大进口，中美也有可能重新协商是否可以降低金额。目前还不能断定中方是否可以完成目标，在协议期间美国不能单方面改变贸易谈判成果，提高关税，否则美方即为违约。

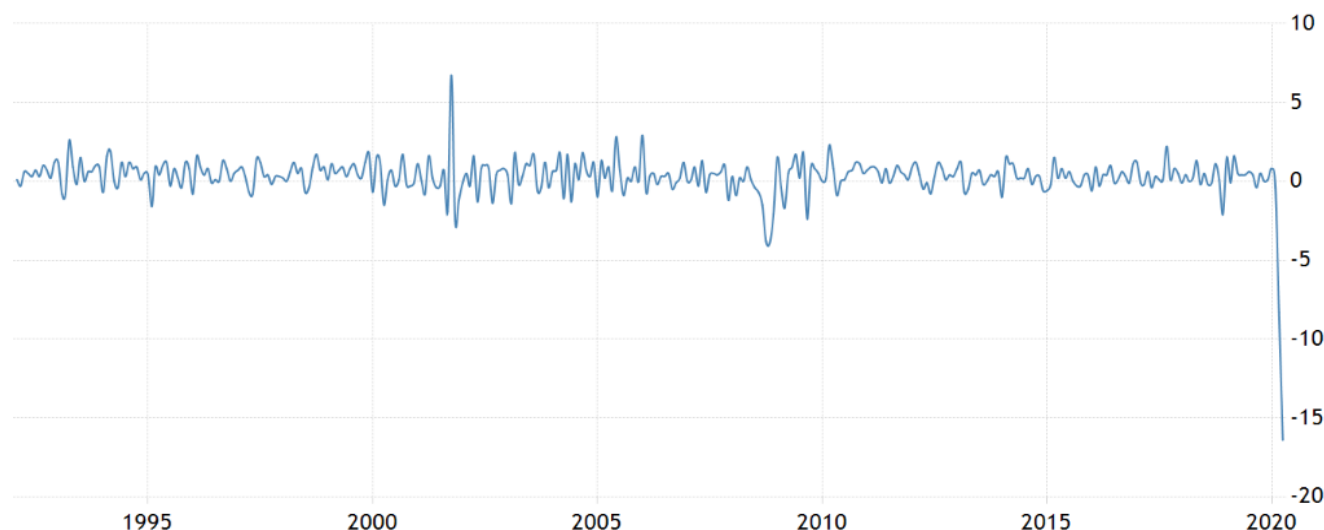
图6：中方承诺自美进口金额和实际购买金额



数据来源：中国海关总署，东吴证券研究所

从对美国国内的角度来说，增加关税将进一步推高物价。参考中国的经验，消费、旅游的需求恢复很缓慢，客运量、高铁、航空只能回到去年同期的40%，酒店入住率回到去年同期的50%，出行受到很大影响，需求存在不确定性。现阶段美国工业活动重启，消费的复苏更为缓慢。疫情导致居民收入减少，若物价又上涨过快将对消费业是另一重创。

图 7：美国四月零售行业增速遭遇 92 年来最大打击 (%)



数据来源：Trading Economics，东吴证券研究所

由于大选存在重大不确定性，下一阶段贸易谈判拖延到美国大选后对中方更有利，观察大选后美国政治变化再做决定，短期内中美关系很难出现实质性变化。同是对华不友好，特朗普选择与中国双边博弈，而拜登更愿意联合同盟共同对抗中国的崛起。如果特朗普连任，持续破坏多边国际规则，造成混乱，未来甚至可能出现美国国际影响力的真空。如果拜登当选，可能会一定程度上回归奥巴马的亚太平衡政策，重组以美国为首的政治经济同盟，那么这时候中国将面临的是更加有组织的打压。

可以肯定的是，第二阶段贸易谈判，无论是拜登还是特朗普都将就国企和产业补贴，这个在阶段一协议中未能解决的核心冲突进一步对中国施压。

4.4. 受瑞幸事件和反华情绪影响，美国对中概股监管正在收紧

尽管对中国经济短期冲击不大，但在瑞幸事件曝光后，美国政府正不断收紧对中概股的管制，5月20日参议院通过了《国外公司问责法案》，这意味着中概股在短期波动可能较大，中国企业赴美融资可能面临更多困难。长期来看，美加强对中概股监管，旨在降低财务和信息披露风险，维护市场的高效和开放，因此优质公司仍将得到资金追捧。

总结：中美关系摩擦加剧几乎成为市场共识，但我们认为：1. 我们认为美国大选和中美关系将成为市场低迷的风险因素，对经济基本面无实质影响。2. 相比2018年，中美摩擦加剧不仅对中国经济，也可能对美国经济和股市有更大的负面影响。美国暂时不希望承受由贸易摩擦带来的代价；3. 美国大选存在重大不确定因素，中美关系确认或许要等到11月美国大选后才会变得更加明朗。4. 资本市场对外国公司的监管收紧，利于市场出清，资金会持续追逐优质公司。

5. 风险提示

疫情在美国二次爆发，新增病例数大幅攀升，各州再次实施“封闭”，大选甚至被迫推迟，美国取消香港“独立关税区”地位。

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>