

2020年美国大选专题

选情、政策与资本市场影响前瞻

距离2020年美国大选已不足一年，民主党内部选情远未明朗，近期民主党对特朗普发起弹劾调查又增加了选举前景的复杂性。然而，“不确定”中仍有“确定”，对明年美国大选及其资本市场影响进行前瞻和部署已十分必要。我们从当前候选人的政策主张和选情出发，通过分析大选的三大影响因素（即经济指标、偶发事件和连任优势）预测特朗普的连任几率，并对大选年的资本市场表现（包括股市、债市、汇市、黄金等）做出前瞻分析。

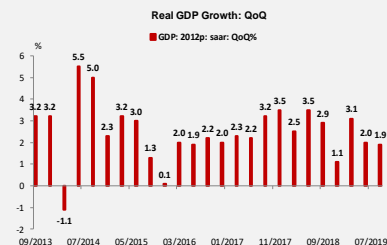
- **弹劾调查与特朗普的竞选连任之路。** 特朗普已于今年6月宣布竞选连任。整体上，特朗普上任后对其竞选承诺的履行程度较高，但其满意度大致维持在40%左右，低于前几任美国总统，意味着想要连任仍需相当大的努力。近期的弹劾事件再为大选增添变数，目前支持和反对弹劾的民意“势均力敌”。我们预计弹劾议案最终通过的几率仍然很低。而弹劾调查对大选的影响比较复杂：一方面，复杂指控将给特朗普制造麻烦，使他不得不花费更多精力消解弹劾带来的民意损耗；另一方面，弹劾过程可能影响民主党人争取国会席位和竞选总统，对民主党人来说可谓一场“政治豪赌”。在任总统的优势体现在知名度、执政资源、募集竞选资金、选民求稳心态等多个方面。从经济角度来看特朗普继续连任的几率也比较高。当然，美国大选还受到各种偶发事件的干扰，明年是否会出现“十月惊奇”等重大事件犹未可知。
- **民主党的候选人及竞争力分析。** 特朗普连任受到的党内挑战非常小，而民主党的选情则仍比较混乱。前副总统拜登民调暂时领先，但参议员沃伦近期一路“高歌猛进”。拜登认为沃伦等候选人主张的征收财富税、推行全民医保、无条件消除学生债务等政策不切实际，将吓跑中间选民。目前来看，民主党候选人还没有做好击败特朗普的充分准备，且民主党内部竞争异常激烈，内耗严重。若呼声很高的富翁布隆伯格加入角逐，则可能打破当前由拜登、沃伦和桑德斯组成的“三足鼎立”格局，甚至有望挑战特朗普的统治。
- **大选后的政策前瞻。** 若特朗普成功连任，大概率将继续打击非法移民、寻求减税、处理医保问题、延续保护主义外交政策、对传统盟友施压、退出《巴黎气候协定》等国际协议和组织、加强对传统能源行业的支持等。若民主党人入主白宫，则倾向于防治气候变化、改良全民医保、通过加税来调节贫富差距、推动禁枪法案、对外联合传统盟友等。在对外贸易政策方面，民主党参选者的立场大同小异，认同需要继续降低美国贸易赤字、改善“不公平”贸易关系，只是对特朗普采取的具体策略和措施存在不同意见，多数民主党人声称愿意撤回关税改用其他方式处理与中国贸易关系，意味着大选不论结果如何，美国的贸易保护措施以及对华的科技限制都很难停止。
- **美国大选对经济和资本市场的影响分析。** 大选前六个月至一年的经济增长对选民最终决定的影响要远远大于任期前几年的经济状况，这意味着特朗普想要通过打“经济牌”赢得连任，就必须在明年进一步发力来保持经济和市场活力。但贸易纠纷如果持续，将进一步成为经济增长的拖累，因此特朗普倾向于同中国达成阶段性贸易协议作为其政治成果。美元的表现呈现大选年好于非大选年的特征，黄金和美债则呈现大选年弱于非大选年的特征。细分月度来看，在选举前（9-10月）标普500的表现可能弱于选举后（11-12月），而美元表现则刚好相反。无论特朗普是否得以连任，投资者均可关注大选落地后权益市场的反弹机会，但是连任年相对反弹幅度会更大。若出现党派更换（民主党上台）或是特朗普连任概率下降的信号，则需减少大选前2个月的股市配置，此时由于政策不确定性因素较高，股市多呈现负收益。与之对应的是，选举前（9-10月）美元指数则存在避险推动下的做多机会，反弹幅度又以非连任年以及民主党获胜情景下更高。需要强调的是，美国大选只是可能影响明年资本市场表现的众多事件之一，需要与各种其他因素共同考虑，我们也会对美国大选这一专题进行持续跟进。

成亚曼, 博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

美国实际 GDP 增速



资料来源: CEIC、招银国际证券

相关报告

1. 美联储十月议息会议点评——短期内冻息，观望经济和风险事件（11月1日）
2. 美国三季度GDP速评——强消费和弱投资的分化加剧（10月31日）
3. 贸易磋商进展背后的美国经济全景（10月17日）
4. 降息并提及QE：如何解读美联储的复杂信号（9月20日）
5. 愤怒的特朗普，无力的美联储——鲍威尔Jackson Hole央行年会讲话点评（8月26日）

距离2020年美国大选日已不足一年，包括特朗普在内的21位候选人在选（民主党18人，共和党3人，已有10人退选）。目前，民主党内部的选情远未明朗，近期民主党对特朗普发起的弹劾调查又增加了选举前景的复杂性。然而，“不确定”中仍有“确定”，对明年美国大选及其资本市场影响进行前瞻和部署已经十分必要。我们将从当前候选人的政策主张和选情出发，通过分析大选的三大影响因素（即经济指标、偶发事件和连任优势）预测特朗普的连任几率，并对大选年的资本市场表现（包括股市、债市、汇市、黄金等）做出前瞻分析。

一、 弹劾调查与特朗普的竞选连任之路

2016年11月，美国共和党候选人、房地产开发商特朗普击败希拉里入主白宫，震惊全球。三年来，特朗普及其保护主义色彩浓厚的“美国优先”路线一直是全球关注的焦点，“推特治国”不断掀起全球金融市场波澜。截至目前，特朗普已兑现了多项竞选承诺，包括通过了三十年来最大规模的税改法案、重新谈判达成《美墨加协定》取代《北美自由贸易协定》、对中国和欧盟等重要贸易伙伴加征关税、打击非法移民等。特朗普始终把美国经济的成功视为最关键目标，甚至将外交和贸易等政策也置于该目标之下。整体上评估，特朗普上任后对其竞选承诺的履行程度还是比较高的，付诸行动而非夸夸其谈也是其支持者持续拥护特朗普的原因之一。

图1：特朗普2016年竞选主张及政策执行进度

政策领域	2016年竞选承诺	执行情况	执行进度
移民政策	建立美墨边境墙	由于未获得足够资金支持，边境墙未全部完工，但已耗资上百亿美元	30
	打击非法移民，将数以百万的非法移民驱逐出境	2019年7月开始执行驱逐非法移民行动，但远未及数以百万人。10月宣布移民新政，对美国绿卡和签证申请进行更严格的审查	70
就业政策	把流向海外的制造业就业机会重新带回美国	本土制造业陷入衰退，该部门就业不增反降	0
	重振美国煤炭行业，大力发展石油和天然气等传统能源	对煤炭等行业给予大力支持，但无法扭转这些传统行业衰败的趋势	50
个人税收政策	削减中产阶层的税负	大部分税率有所下降，其中最高税率从目前的39.6%降至37%	90
企业税收政策	将企业所得税率由35%降至15%	2018年起美国联邦企业所得税率将从35%降至21%	90
贸易政策	就《北美自由贸易协定》重新谈判	《美国-墨西哥-加拿大协议》取代《北美自由贸易协定》	100
	退出跨太平洋伙伴协定（TPP）	2017年初退出跨太平洋伙伴协定（TPP）	100
	对所谓进行“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税	对中国、墨西哥、欧洲、日本等贸易伙伴加征关税	100
基建政策	退出WTO	特朗普屡次攻击WTO，但尚未退出	0
	主张增加基建投入以重振制造业，基础设施应采用美国制造的商品，资金投入额将高达5000亿美元以上	精简法规，缩短项目审批时间，提出10年2000亿美元基建投入。但限于经费、立法以及地方利益集团的局限，基建计划进展缓慢	40
	反对“平价医疗法案”	2017年5月通过替代《平价医疗法案》新法案，但未能获参议院通过，2018年12月《平价医疗法案》遭裁决违宪	60
外交政策	打破美国传统外交政策	从叙利亚撤军，美欧联盟动摇	90
	退出《巴黎气候协定》	2019年11月美国已经通知联合国退出，意味着将在2020年的11月准时退出《巴黎气候协定》	100
经济目标	美国经济在未来10年的年均增速至少可维持在3.5%，或达4%，未来10年可以为美国创造2500个新工作岗位	2018年美国经济增长未达特朗普3%的增长目标	50

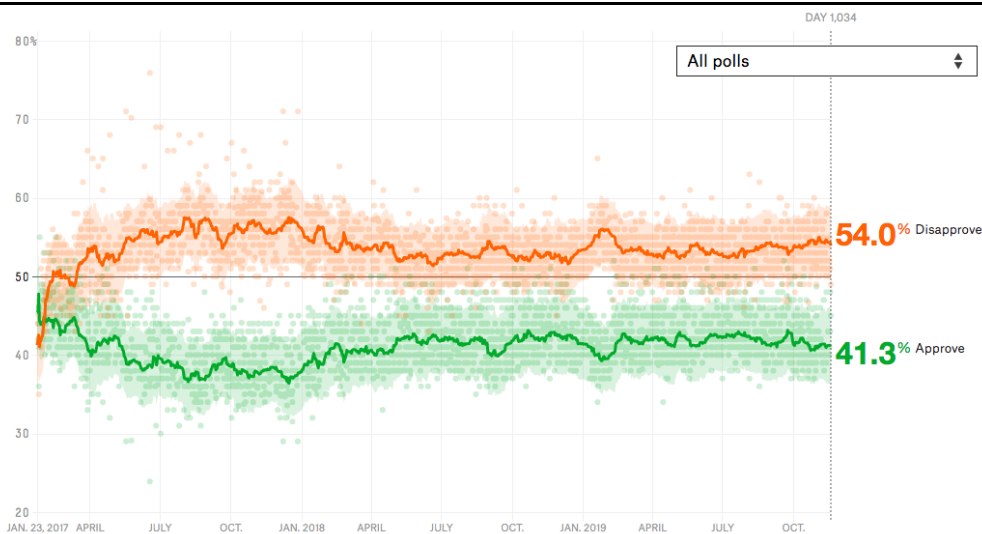
资料来源：美国政府、路透、招银国际证券、招商银行研究院

特朗普本届任期将于2020年止，而他已于今年6月正式宣布竞选连任，并将竞选口号更改为“保持美国伟大（Keep America Great）”。根据美国选举制度，选举日固定在偶数年11月第一个星期一的次日，即明年的大选日是11月3日。2020年上半年两党将进行党内初选和预选，明年7、8月进行两党的全国大会，9、10月进行总统竞选辩论，至11月3日正式投票选举总统。当日，还将同时进行参议院和众议院议员选举，在选票上，参众议员候选人姓名列在总统候选人下方。参议院的100个席位中，每两年有三分之一需改选（参议员以六年为一个任期），众议员任期两年，期满后改选，意味着明年众议院全部435个席位及参议院33个议席也会进行改选以产生第117届国会。

美国选民通过选出本州的总统候选人、而间接决定总统人选。50个州加上哥伦比亚特区共计538位选举人构成选举人团（electoral college），特朗普必须获得其中至少270张才可胜出连任。由于各州的获胜者不论胜出多少票、均可赢得全部选举人票，因此会出现获得民众投票最多的候选人无法赢得大选的情况（历史上发生过五次，其中就包括2000年的戈尔和2016年的希拉里）。也就是说，特朗普在2016年并没有获得选民多数票，而是靠选举人制度获胜（以304票对227票获胜），因此明年特朗普连任竞选压力不小。

由于选举人团“胜者独占”的模式，在预计难以胜出的某些州，特朗普大概率不再会投入过多竞选精力与成本，例如加州。民调显示，特朗普自上任后的满意度大致维持在40%左右的水平，与前几任美国总统相比则处于较低的位置。从各州对特朗普的净支持率来看，近三年出现了普遍的下降，意味着特朗普想要连任仍需要相当大的努力。当然，目前的民意支持率并非大选结果的有效预测指标，一年后的大选仍充满未知。

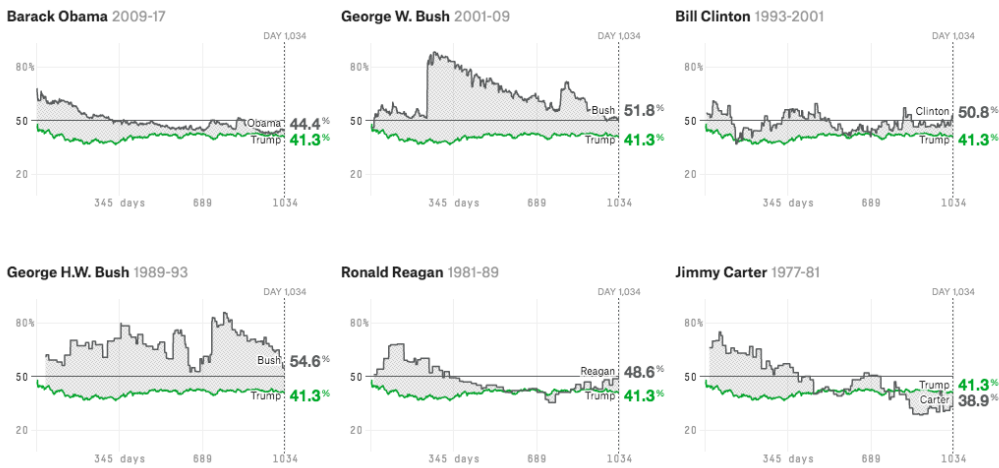
图2：特朗普自上任以来的满意度大致在40%左右



资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院

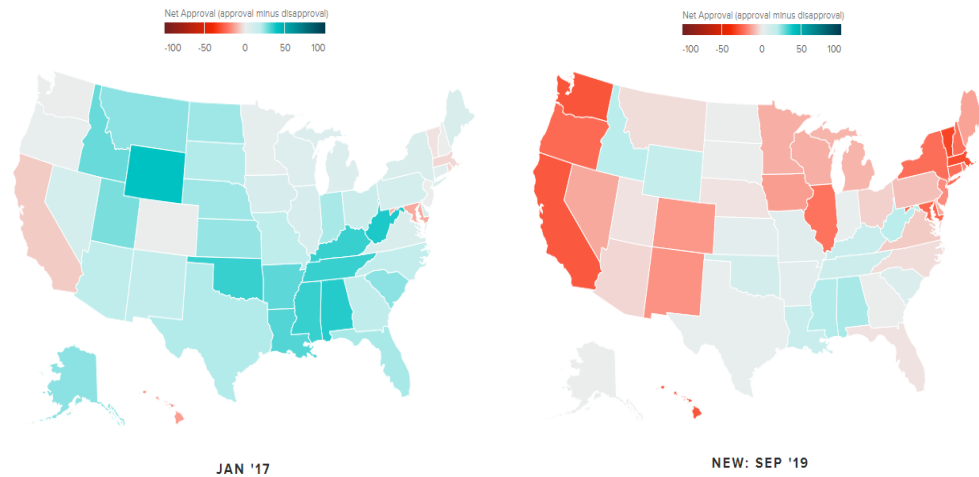
注：图中绿色线为满意度，橙色线为不满意度，截至2019年11月20日

图 3：特朗普就任至今的民调满意度普遍低于前几任美国总统



资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院
注：各图中绿色线和数值表示特朗普的支持率，民调数据截至 2019 年 11 月 20 日

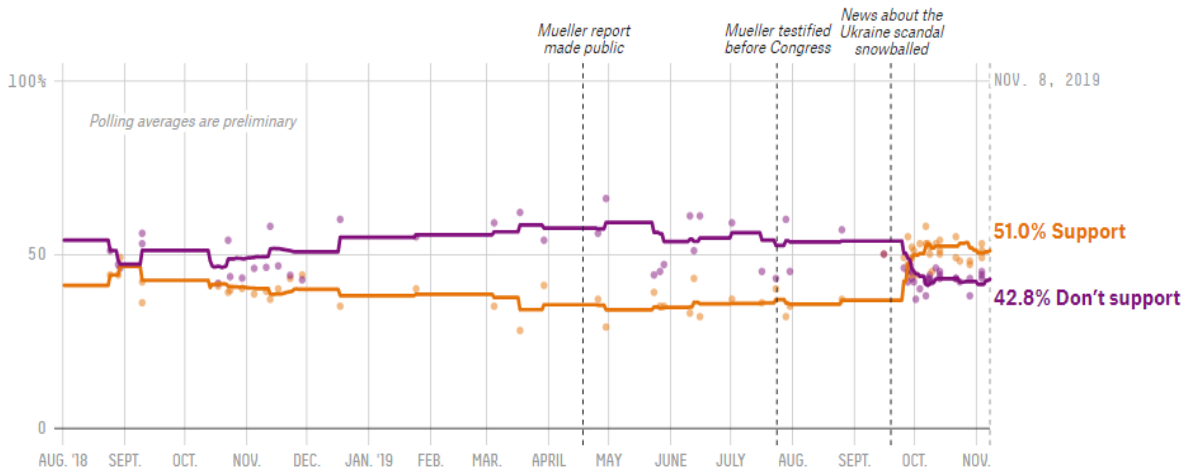
图 4：特朗普就任以来在各州的净支持率的变化



资料来源：Morning Consult、招银国际证券、招商银行研究院
注：红色越深表示净支持率越低，蓝色越深表示净支持率越高；左图表示 2017 年 1 月特朗普就任初期的情况，右图表示 2019 年 9 月的最新情况

近期的弹劾事件再为大选增添变数。在“通乌门”事件之后，两党正在围绕弹劾角力。美国众议院于 10 月 31 日正式启动对总统特朗普的弹劾调查程序，这意味着民主党早前六周的闭门听证调查转向公开。这是 1998 年针对克林顿的弹劾之后，美国国会首次启动弹劾调查程序。民调显示，“乌克兰电话门”事件曝出后，支持弹劾特朗普的民众一度由 37% 迅速上升至 53%，目前支持和反对弹劾特朗普的民意分化、“势均力敌”。而逾八成民主党人支持推进弹劾，即使这是一场可能降低民主党赢得明年大选机会的“豪赌”。

图 5：关于美国民众是否支持对特朗普发起弹劾的调查



资料来源：FiveThirtyEight、招银国际证券、招商银行研究院

注：橙色线表示支持弹劾特朗普的比例；紫色线表示反对弹劾特朗普的比例

由于正式弹劾成功需要在共和党占优势的参议院取得三分之二的得票，美国历史上也从未出现过被弹劾下台的总统，预计弹劾特朗普议案最终获得通过几率仍然很低。实际上弹劾调查对明年大选的影响比较复杂：一方面，弹劾调查程序有可能持续数月，将使得两党分歧进一步加剧，复杂指控和诉讼将给特朗普制造麻烦，使得特朗普不得不花费更多精力消解弹劾过程带来的民意损耗；另一方面，弹劾过程可能影响温和民主党人争取国会席位、影响民主党候选人竞选总统，反而助力特朗普竞选。在10月底众议院正式启动弹劾调查程序之后，特朗普的竞选活动在短期内获得了大量资助。因此，难言弹劾风波对特朗普一定带来负面干扰。

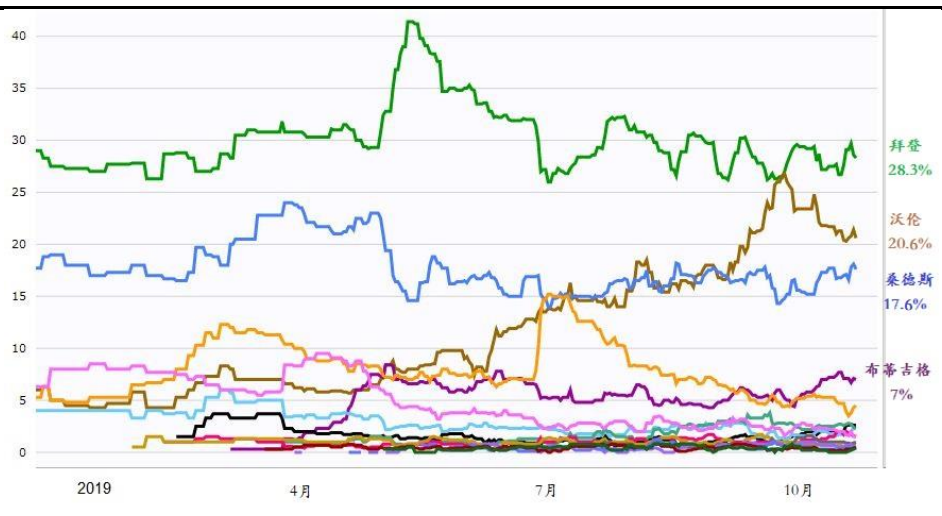
二、民主党的候选人及竞争力分析

目前，共和党除特朗普之外，还有沃尔什（Joe Walsh）和韦尔德（William Weld）两人参选。根据盖洛普最新民调，特朗普在共和党内部的支持率接近90%，不出意外的话，特朗普连任受到的党内挑战非常小。

民主党的选情则仍比较混乱。民主党自今年6月启动多轮党内辩论，当前仍在参选的共有18位，其中较为领先的有4位：主张“财富税”的进步派人士参议员沃伦（Elizabeth Warren）、再度参选的“左翼老将”桑德斯（Bernard Sanders）、前美国副总统拜登（Joseph Biden）以及37岁的南本德市市长布蒂吉格（Pete Buttigieg）。目前已经进行了三轮电视辩论，聚焦医保、收入公平、气候变化、移民、枪支管控等话题，沃伦和桑德斯表现更为突出。

从民调上看，今年二季度时拜登的支持率一度冲上40%大关，在党内遥遥领先；但近半年来局势发生明显变化，拜登的支持率在25-30%的区间波动，未出现明显起色，而沃伦一路“高歌猛进”。目前来看，民主党候选人还没有做好击败特朗普的充分准备，而且民主党内部竞争异常激烈，内耗严重。而亿万富翁、原纽约市市长布隆伯格（Michael Bloomberg）亦准备加入民主党总统候选人的角逐，其呼声很高，有可能打破当前由拜登、沃伦和桑德斯组成的“三足鼎立”格局，甚至有望挑战特朗普的统治。

图 6: 对民主党候选人的支持率



资料来源: Realclearpolitics、招银国际证券、招商银行研究院

注: 数据截至 2019 年 11 月初

从目前民主党候选人提出的政策主张来看,摆在民主党面前的是“渐进”和“激进”之间的抉择:为了击败特朗普,民主党究竟应该选择较为极端和激进的政策,还是选择更为实际和温和的政策讨好中间派选民。前副总统拜登认为沃伦和桑德斯等候选人主张的征收财富税、推行全民医保(Medicare for All)、无条件消除学生债务等政策不切实际,将吓跑中间选民,使得特朗普连任。经过 2016 年那场两党候选人政见差异最大、对立最严重的大选之后,美国政治变得更加对立和分裂,政治极化在美国的政治体系和领导人当中愈趋严重,中间地带减小,预计民主党竞选者的政策天秤不得不向“激进”一端倾斜。

图 7: 暂时领先的民主党候选人背景及政策主张

候选人	性别	年龄	背景	主要政策主张
拜登 (Joseph Biden)	男	76 岁	前美国副总统/特拉华州前任资深联邦参议员	重振美国中产/投资联邦政府基建/逃离特朗普灾难般的治理,重返奥巴马时代/在平价医疗法案的基础上拓展公众的选择/公立免费大学/清洁能源计划
沃伦 (Elizabeth Warren)	女	70 岁	马萨诸塞州的资深联邦参议员	通过每年向超级富翁们征收财富税来解决不平等现象(对净资产超过 5000 万美元的家庭征收 2% 的财富税,对净资产超过 10 亿美元的家庭征收 3% 财富税)/希望消除 4200 万美国人的学生债务
桑德斯 (Bernard Sanders)	男	78 岁	犹太人/联邦参议员/国会史上任期最长的无党派独立议员/2016 年参选	全民医疗保险的坚定支持者/呼吁彻底消除 1.6 万亿的学生债务,不论收入/将大幅提高房地产税/通过向华尔街征税来使得公立大学免费
布蒂吉格 (Pete Buttigieg)	男	37 岁	印第安纳州南本德市长/同性恋身份/曾在阿富汗服役	积极应对气候变化/恢复对《巴黎气候协定》的承诺/废除选举团制度

资料来源: 候选人竞选网站、招银国际证券、招商银行研究院

三、影响大选的主要因素与大选后的政策前瞻

从美国大选历史来看，在任总统存在明显的连任优势。自 1933 年罗斯福当政以来的 12 位总统中，争取连任失败的白宫主人只有三位（福特 1974-1977，卡特 1977-1981，老布什 1989-1993）。在任总统的优势体现在知名度、执政资源、募集竞选资金、选民求稳心态等多个方面，特朗普保护主义等政策的实施也保持和拓展了其民意基础。

分析经济指标结果显示，当美国出现高失业率、低经济增速、高通胀并行的时期，在任总统连任的几率显著降低。而特朗普就任以来，通过税改和大规模财政支出等方式延续着历史上最长的经济扩张，目前失业率处于历史新低，经济仍在温和增长，亦不存在通胀高企的压力。从经济角度来看特朗普继续连任的几率是比较高的。

尽管有经济和政治模型用来推测选举的结果，美国大选直到最后一刻仍充满未知，因为还有各种偶发事件的干扰，例如可能影响卡特竞选的“伊朗门”、险些影响布什连任的“酒驾门”、干扰希拉里竞选的“邮件门”等等。同样的，特朗普也可能面对丑闻等事件干扰，从而改变其竞选优势，明年是否会出现“十月惊奇”（即竞选末期的重大事态变故）犹未可知。

前瞻地看，如果特朗普成功连任，大概率将继续打击非法移民、寻求减税、处理医保问题、延续保护主义外交政策、对传统盟友施压、退出《巴黎气候协议》等国际协议和组织、加强对传统能源行业的支持等。如果民主党候选人成功击败特朗普，民主党则倾向于防治气候变化、改良全民医保法案、通过加税来调节贫富差距、推动禁枪法案、规范谷歌和脸书等超级科技公司、对外联合传统盟友等。

在市场关注的对外贸易政策方面，民主党参选者的立场大同小异，认同需要继续降低美国贸易赤字、改善“不公平”贸易关系，只是对特朗普在实现这些目标过程中采取的策略和措施存在不同意见。例如，沃伦等参选者主张联合欧、日等传统盟友来集中处理与中国的贸易关系。关于目前对华加征的关税，绝大部分民主党参选人（包括沃伦和布蒂吉格）表示如果当选愿意撤回已加额外关税，只有两位表示反对撤回关税（加伯德和杨安泽），拜登和桑德斯等人态度还未明确。

可以说，民主党在本次总统大选当中已经放弃了在贸易问题上对战特朗普的计划。这说明，2020 年大选不论结果如何，美国的贸易保护措施以及对华的科技限制都很难停止。

图 8：民主党领先参选人对是否赞成对中国额外关税的态度

候选人	是否赞成撤销关税	关于对中国关税的态度
拜登 (Joseph Biden)	未明确	“特朗普的贸易战正在压垮美国农民和制造商，也攻击着我们的伙伴。我的政府将团结我们的盟友共同应对中国。并加强国家的经济防御能力，使得美国公司不会继续向中国提供技术。”
沃伦 (Elizabeth Warren)	赞成	“我不相信通过推特进行的关税谈判。我们需要一个全面而一致的计划。首先我将召集我们的盟友一起行动，以对中国发挥最大影响力。美国的贸易反击方法应当是有力量、连贯的，而非混乱的。”
桑德斯 (Bernard Sanders)	未明确	“我的政府将全面审查特朗普所征收的所有关税，包括咨询专业以确定哪些关税和政策对于我们降低贸易赤字并将就业带回美国是更为有效的。”
布蒂吉格 (Pete Buttigieg)	赞成	“想要通过向中国征收一些关税就改变其经济模式，这是非常愚蠢的事情。”

资料来源：候选人竞选网站、候选人新闻采访、招银国际证券、招商银行研究院

四、 美国大选及结果对资本市场的影响分析

大选年的经济和市场表现对竞选结果至关重要。研究发现，大选前六个月至一年的经济增长对于选民最终决定的影响要远远大于任期前几年的经济状况。这就意味着，尽管在特朗普任期前三年美国经济增长稳健，但要通过打“经济牌”赢得连任，特朗普就必须在明年进一步发力来保持经济和市场活力。在明年美国经济继续放缓的过程中，特朗普有可能继续增加财政刺激力度、并进一步施压美联储放宽货币政策，但贸易纠纷如果持续，将进一步成为美国经济增长的拖累，因此特朗普倾向于同中国达成阶段性贸易协议作为其政治成果。

从明年选战结果角度分析，白宫、参议院和众议院的两党分布理论上共有八种情景。由于目前共和党在参议院以 53:47 占多数，且更有可能继续占据参议院多数，我们将该情景作为基准假设。于是按几率由大到小排序，大致有四种选情结果：

情景一（40%）：特朗普连任和民主党众议院（同现状）。以刺激经济为主的政策方向不变，可能通过反垄断调查打击大的科技企业，**有利于传统能源行业、金融企业；**

情景二（30%）：民主党占据白宫和众议院。环境保护和财富税有可能提上议程，不利于传统能源行业、大型科技企业、金融企业、大型制药企业；利于基建、环保、清洁能源相关产业；利于新兴市场；

情景三（20%）：共和党赢得白宫和国会。更加便于特朗普扶持美国传统产业政策的实施，有利于金融和传统能源企业；

情景四（10%）：民主党总统和共和党众议院。环保、医保等议题将占据核心，比第二种情况下执行政策难度升高，大致影响相似。

从 1950 年至今，美国共经历了 17 个大选年，其中有 6 位总统成功连任。而美国总统大选作为美国重要的政治周期之一，我们认为其对大类资产价格或将产生一定的政治因素以及季节性的定价影响。为了探寻美国大选对于不同大类资产的影响，我们统计了权益、房地产、固定收益、外汇和贵金属等资产在 17 轮总统大选期间的表现，以期发现大选年间的配置规律和线索。

图9：1950年至今美国大选情况总览

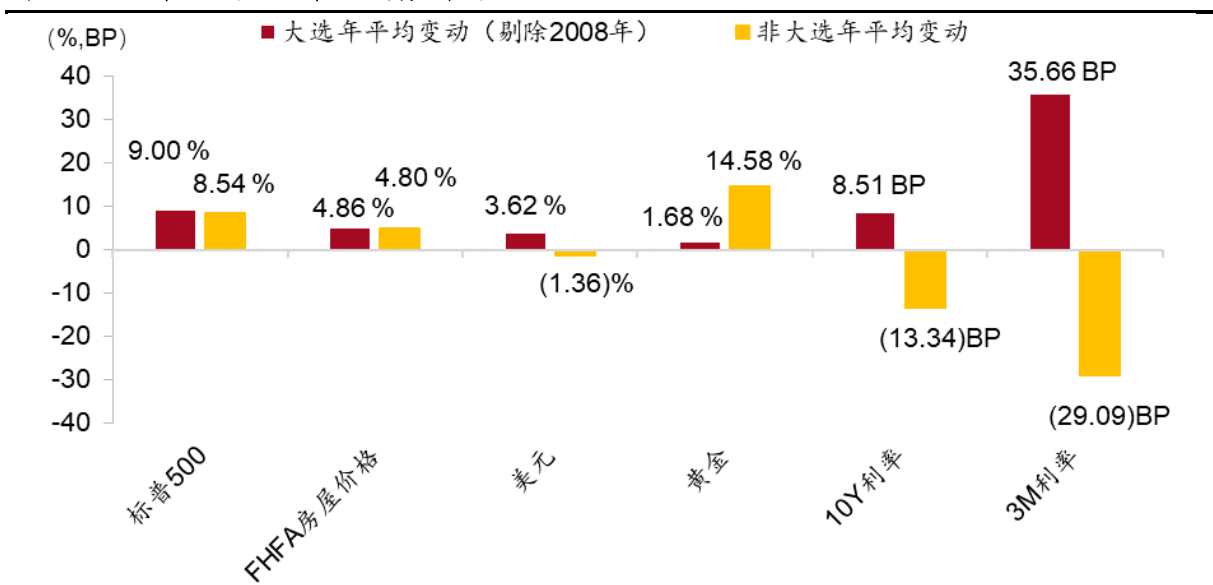
选年	大选日	当选人	党派	是否連任
1952年	11月4日	德怀特·艾森豪威尔	共和党	
1956年	11月6日	德怀特·艾森豪威尔	共和党	✓
1960年	11月8日	约翰·肯尼迪	民主党	
1964年	11月3日	林登·约翰逊	民主党	
1968年	11月5日	理查德·尼克松	共和党	
1972年	11月7日	理查德·尼克松	共和党	✓
1976年	11月2日	吉米·卡特	民主党	
1980年	11月4日	罗纳德·里根	共和党	
1984年	11月6日	罗纳德·里根	共和党	✓
1988年	11月8日	乔治·赫伯特·沃克·布什	共和党	
1992年	11月3日	比尔·克林顿	民主党	
1996年	11月5日	比尔·克林顿	民主党	✓
2000年	11月7日	乔治·沃克·布什	共和党	
2004年	11月2日	乔治·沃克·布什	共和党	✓
2008年	11月4日	贝拉克·奥巴马	民主党	
2012年	11月6日	贝拉克·奥巴马	民主党	✓
2016年	11月8日	唐纳德·特朗普	共和党	

资料来源：招银国际证券、招商银行研究院

注：对勾✓表示成功连任总统的第二任期

- 1) 从大选年和非大选年的角度来看，在剔除了2008年金融危机的极值数据后，大选年中的标普500和房价指数年度表现和非大选年份表现差异不大。以标普500指数为例，大选年中的平均年化收益率为9%，非大选年平均年化收益率为8.54%。表明大选所包含政治因素并非股市和楼市的年度影响因子。而美元的表现呈现大选年好于非大选年的特征，黄金和利率则呈现大选年弱于非大选年的特征。主要逻辑可能和大选年总统候选人或倾向于在选举年推出利好经济增长的政策以此吸引外资流入以及抬高市场风险偏好相关。

图10：大选年 vs. 非大选年大类资产平均收益变动



资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

从月度的角度来看，我们一般聚焦于竞选前两个月和竞选落地后两个月的资产价格表现，从逻辑上来说，大选本身的不确定性会对市场产生扰动，风险资产或将呈现先弱后强的形态。从数据上来说，大选年中标普500指数在9-10月的表现(-0.9%)明显弱于11-12月的表现(2.67%)，同时也明显弱于正常年份中的月度表现(0.8%)。而大选年中美元在9-10月的表现(1.96%)明显强于11-12月的表现(-0.21%)，同时也明显强于正常年份中的月度表现(-1.46%)。仅从外汇和股市来看，季节性差异表明在大选前期市场对竞选结果的不确定性表现出一定的避险风格，而在竞选结束后股市则有望迎来风险释放后的反弹机会，这和我们前文中的逻辑相符。而黄金和长端利率的表现则呈现大选后两个月强于大选前两个月的特征，这和股市所呈现出的风险偏好先弱后强有一定矛盾，表明政治影响因素或更多体现在股市和汇市，而利率和黄金或更多受制于其他因子的变动。

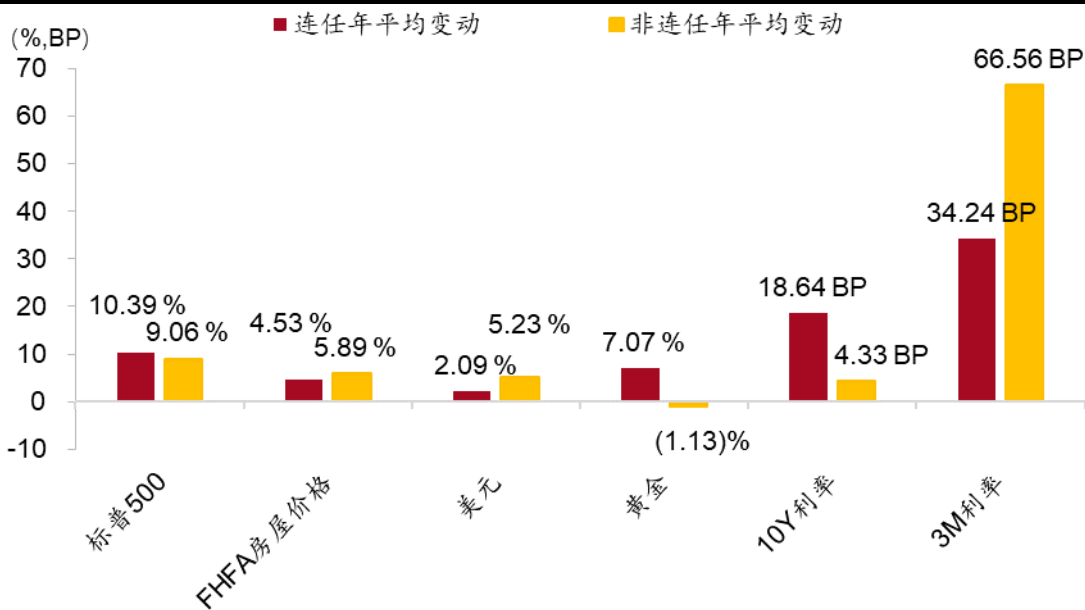
图 11：大选年 vs. 非大选年大类资产的季节性表现差异

大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
标普500指数	非大选年	0.80%	3.12%
	大选年	-0.90%	2.67%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
美元	非大选年	-1.46%	-0.50%
	大选年	1.96%	-0.21%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
黄金	非大选年	2.24%	2.00%
	大选年	-0.64%	0.50%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)BP	11-12月(竞选结束期)BP
10Y利率	非大选年	-9.97	-5.28
	大选年	-5.62	-10.36
3M利率	非大选年	-17.55	-9.44
	大选年	1.67	11.42

资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

2) 从连任年和非连任年的角度来看，权益市场在连任年中的市场表现（10.39%）略好于非连任年中的市场表现（9.06%），FHFA 房屋价格指数表现总体相差不大。美元指数在连任年中的市场表现（2.09%）弱于非连任年中的市场表现（5.23%）。美债利率无论是连任年或是非连任年均呈现反弹迹象，其中长端利率在连任年反弹力度相对更强。一方面，寻求连任的总统往往会提出更多的政策刺激政策以赢得选票并提振市场风险偏好，包括特朗普为明年大选获取中产阶级选票而暗示要推行减税 2.0 版本以针对性地为中产阶级减税等。另一方面，总统连任大概率将降低市场对于政策、政治变动的风险预期，本身也更加利于股强债弱的局面。

图 12：连任年 vs. 非连任年大类资产的季节性表现差异



资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

从月度角度来看，股市无论是在 9-10 月冲刺期还是 11-12 月竞选结束期，连任年表现（1.14%/3.70%）均明显好于非连任年（-2.01%/2.11%）。美元指数在 9-10 月冲刺期中呈现连任年（0.06%）弱于非连任年（3.15%）的特征，而竞选结束期则相差不大。同样地，仅从股市和汇市来说，连任年市场对于政策变动的预期更加稳定，这也将更加利于风险资产的走高。然而利率方面，美债无论长短端利率均在竞选连任年的 9-10 月冲刺期表现好于同期的竞选非连任年，这和股市以及外汇市场所表现出的风险偏好降低有所冲突，表明对于整体大类资产的影响除了政治因素外还包括更多的基本面因子等，或无法仅以政治因素解释全部大类资产的季节性差异。

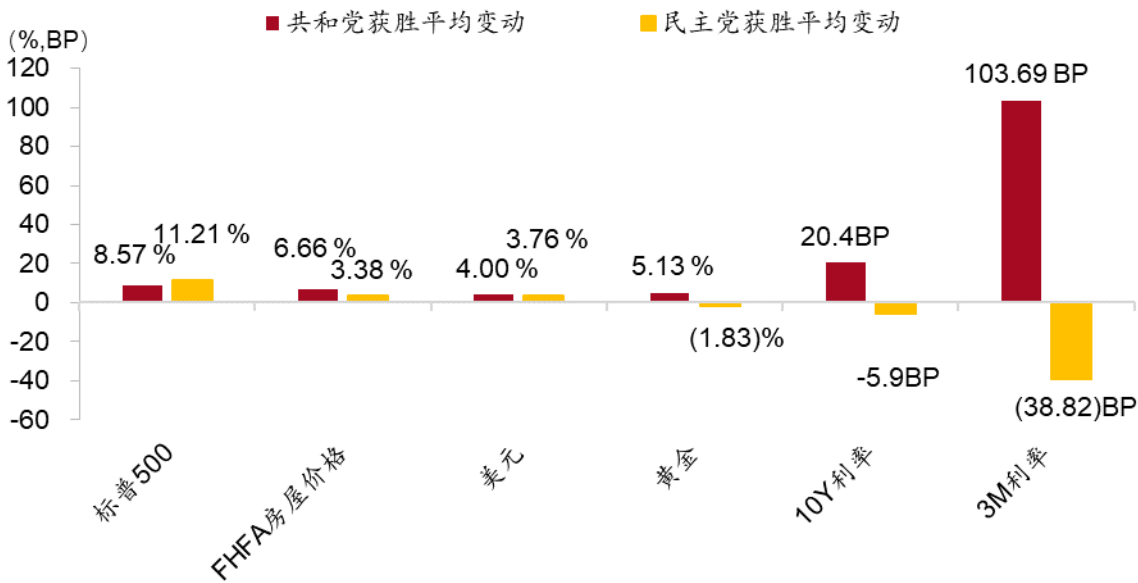
图 13：连任年 vs. 非连任年大类资产的季节性表现差异

大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
标普500指数	竞选连任年	1.14%	3.70%
	竞选非连任年	-2.01%	2.11%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
美元	竞选连任年	0.06%	-0.11%
	竞选非连任年	3.15%	-0.28%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
黄金	竞选连任年	-0.67%	-2.36%
	竞选非连任年	-0.62%	2.29%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)BP	11-12月(竞选结束期)BP
10Y利率	竞选连任年	-31.92	2.28
	竞选非连任年	10.83	-18.26
3M利率	竞选连任年	-25.40	-11.65
	竞选非连任年	18.59	25.84

资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

3) 从政党变动的角度来看，在民主党获胜的大选年中，市场多呈现股债双牛的局面，在共和党获胜的大选年中，市场则多呈现股强债弱的格局。从相对强弱来说，权益市场往往在民主党获胜的大选年中表现更优，房价则往往在共和党获胜的大选年中表现更优，美元指数差异不大。黄金表现和美债利率表现有所冲突，一定程度上或和数据的绝对值大小相关。

图 14：共和党与民主党获胜年大类资产的表现差异



资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

从月度角度来看，权益市场的月度表现和年度表现有所不同，无论是大选前 2 个月还是大选后 2 个月，股市均在共和党获胜的大选年中表现更佳，且均呈现竞选结束期收益率高于竞选冲刺期的特征。外汇方面，美元在大选前两个月以民主党获胜期表现更好，竞选结束期中则相差不大。利率和黄金方面，同样在 9-10 月均表现为民主党获胜期优于共和党获胜期的特征，而在 11-12 月这种特征则继续延续。总结来说，民主党获胜的大选年在 9-10 月的冲刺期相比共和党来说，市场存在着更多的对于政治因素的不确定性风险，这导致避险资产相对风险资产更优。

图 15：不同政党下大类资产的季节性表现差异

大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
标普500指数	共和党获胜	0.37%	2.89%
	民主党获胜	-2.71%	2.36%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
美元	共和党获胜	0.59%	-0.30%
	民主党获胜	4.16%	-0.07%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(竞选结束期)%
黄金	共和党获胜	-1.67%	-2.00%
	民主党获胜	1.00%	4.51%
大类资产	情景	9-10月(冲刺期)BP	11-12月(竞选结束期)BP
10Y利率	共和党获胜	-4.44	12.01
	民主党获胜	-7.50	-46.16
3M利率	共和党获胜	25.05	28.81
	民主党获胜	-35.74	-16.40

资料来源：彭博、招银国际证券、招商银行研究院

综上所述，对以往资产价格和配置规律的研究发现，大选年的标普 500 和房价指数年度表现和非大选年份表现差异不大，而美元的表现呈现大选年好于非大选年的特征，黄金和美债则呈现大选年弱于非大选年的特征。

对大选年细分月度来看，在选举前（9-10 月）标普 500 的表现可能弱于选举后（11-12 月），而美元表现则刚好相反。

无论特朗普是否得以连任，投资者均可关注大选落地后权益市场的反弹机会，但是连任年相对反弹幅度会更大。而本次若出现党派更换（民主党上台）或是特朗普连任概率下降的信号，投资者则需减少大选前 2 个月的股市配置，此时由于政策不确定性因素较高，股市多呈现负收益。与之对应的是，选举前（9-10 月）美元指数则存在避险推动下的做多机会，反弹幅度又以非连任年以及民主党获胜情景下更高。对于利率和黄金而言，政治因子对其的季节性影响则解释力度较差，在此不做配置建议。

需要强调的是，美国大选只是可能影响明年资本市场表现的众多事件之一，需要与各种其他因素共同考虑，我们也会对美国大选这一专题进行持续跟进。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律义务。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。