

2020年美國大選專題

選情、政策與資本市場影響前瞻

距離 2020 年美國總統大選已不足一年，民主黨內部選情遠未明朗，近期民主黨對特朗普發起彈劾調查又增加了選舉前景的複雜性。然而，“不確定”中仍有“確定”，對明年美國大選及其資本市場影響進行前瞻和部署已十分必要。我們從當前候選人的政策主張和選情出發，通過分析大選的三大影響因素（即經濟指標、偶發事件和連任優勢）預測特朗普的連任幾率，並對大選年的資本市場表現（包括股市、債市、匯市、黃金等）做出前瞻分析。

- **彈劾調查與特朗普的競選連任之路。** 特朗普已於今年 6 月宣布競選連任。整體上，特朗普上任後對其競選承諾的履行程度較高，但其滿意度大致維持在 40% 左右，低於前幾任美國總統，意味著想要連任仍需相當大的努力。近期的彈劾事件再為大選增添變數，目前支持和反對彈劾的民意“勢均力敵”。我們預計彈劾議案最終通過的幾率仍然很低。而彈劾調查對大選的影響比較複雜：一方面，複雜指控將給特朗普製造麻煩，使他不得不花費更多精力消解彈劾帶來的民意損耗；另一方面，彈劾過程可能影響民主黨人爭取國會席位和競選總統，對民主黨人來說可謂一場“政治豪賭”。在任總統的優勢體現在知名度、執政資源、募集競選資金、選民求穩心態等多個方面。從經濟角度來看特朗普繼續連任的幾率也比較高。當然，美國大選還受到各種偶發事件的干擾，明年是否會出現“十月驚奇”等重大事件猶未可知。
- **民主黨的候選人及競爭力分析。** 特朗普連任受到的黨內挑戰非常小，而民主黨的選情則仍比較混亂。前副總統拜登民調暫時領先，但參議員沃倫近期一路“高歌猛進”。拜登認為沃倫等候選人主張的徵收財富稅、推行全民醫保、無條件消除學生債務等政策不切實際，將嚇跑中間選民。目前來看，民主黨候選人還沒有做好擊敗特朗普的充分準備，且民主黨內部競爭異常激烈，內耗嚴重。若呼聲很高的富翁布隆伯格加入角逐，則可能打破當前由拜登、沃倫和桑德斯組成的“三足鼎立”格局，甚至有望挑戰特朗普的統治。
- **大選後的政策前瞻。** 若特朗普成功連任，大概率將繼續打擊非法移民、尋求減稅、處理醫保問題、延續保護主義外交政策、對傳統盟友施壓、退出《巴黎氣候協定》等國際協議和組織、加強對傳統能源行業的支持等。若民主黨人入主白宮，則傾向於防治氣候變化、改良全民醫保、通過加稅來調節貧富差距、推動禁槍法案、對外聯合傳統盟友等。在對外貿易政策方面，民主黨參選者的立場大同小異，認同需要繼續降低美國貿易赤字、改善“不公平”貿易關係，只是對特朗普採取的具體策略和措施存在不同意見，多數民主黨人聲稱願意撤回關稅改用其他方式處理與中國貿易關係，意味著大選不論結果如何，美國的貿易保護措施以及對華的科技限制都很難停止。
- **美國大選對經濟和資本市場的影響分析。** 大選前六個月至一年的經濟增長對選民最終決定的影響要遠遠大於任期前幾年的經濟狀況，這意味著特朗普想要通過打“經濟牌”贏得連任，就必須在明年進一步發力來保持經濟和市場活力。但貿易糾紛如果持續，將進一步成為經濟增長的拖累，因此特朗普傾向於同中國達成階段性貿易協議作為其政治成果。美元的表現呈現大選年好於非大選年的特徵，黃金和美債則呈現大選年弱於非大選年的特徵。細分月度來看，在選舉前（9-10 月）標普 500 的表現可能弱於選舉後（11-12 月），而美元表現則剛好相反。無論特朗普是否得以連任，投資者均可關注大選落地後權益市場的反彈機會，但是連任年相對反彈幅度會更大。若出現黨派更換（民主黨上臺）或是特朗普連任概率下降的信號，則需減少大選前 2 個月的股市配置，此時由於政策不確定性因素較高，股市多呈現負收益。與之對應的是，選舉前（9-10 月）美元指數則存在避險推動下的做多機會，反彈幅度又以非連任年以及民主黨獲勝情景下更高。需要強調的是，美國大選只是可能影響明年資本市場表現的眾多事件之一，需要與各種其他因素共同考慮，我們也會對美國大選這一專題進行持續跟進。

成亞曼, 博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

美國實際 GDP 增速



資料來源：CEIC、招銀國際證券

相關報告

1. 美聯儲十月議息會議點評——短期內凍息，觀望經濟和風險事件（11月1日）
2. 美國三季度GDP速評——強消費和弱投資的分化加劇（10月31日）
3. 貿易磋商進展背後的美國經濟全景（10月17日）
4. 降息并提及QE：如何解讀美聯儲的複雜信號（9月20日）
5. 憤怒的特朗普，無力的美聯儲——鮑威爾 Jackson Hole 央行年會講話點評（8月26日）

距離 2020 年美國總統大選日已不足一年，包括特朗普在內的 21 位候選人在選（民主黨 18 人，共和黨 3 人，已有 10 人退選）。目前，民主黨內部的選情遠未明朗，近期民主黨對特朗普發起的彈劾調查又增加了選舉前景的複雜性。然而，“不確定”中仍有“確定”，對明年美國大選及其資本市場影響進行前瞻和部署已經十分必要。我們將從當前候選人的政策主張和選情出發，通過分析大選的三大影響因素（即經濟指標、偶發事件和連任優勢）預測特朗普的連任幾率，並對大選年的資本市場表現（包括股市、債市、匯市、黃金等）做出前瞻分析。

一、彈劾調查與特朗普的競選連任之路

2016 年 11 月，美國共和黨候選人、房地產開發商特朗普擊敗希拉裏入主白宮，震驚全球。三年來，特朗普及其保護主義色彩濃厚的“美國優先”路綫一直是全球關注的焦點，“推特治國”不斷掀起全球金融市場波瀾。截至目前，特朗普已兌現了多項競選承諾，包括通過了三十年來最大規模的稅改法案、重新談判達成《美墨加協定》取代《北美自由貿易協定》、對中國和歐盟等重要貿易夥伴加征關稅、打擊非法移民等。特朗普始終把美國經濟的成功視為最關鍵目標，甚至將外交和貿易等政策也置於該目標之下。整體上評估，特朗普上任後對其競選承諾的履行程度還是比較高的，付諸行動而非誇誇其談也是其支持者持續擁護特朗普的原因之一。

圖 1：特朗普 2016 年競選主張及政策執行進度

政策領域	2016年競選承諾	執行情況	執行進度
移民政策	建立美墨邊境牆	由於未獲得足夠資金支持，邊境牆未全部完工，但已耗資上百億美元	30
	打擊非法移民，將數以百萬的非法移民驅逐出境	2019年7月開始執行驅逐非法移民行動，但遠未及數以百萬。10月宣布移民新政，對美國綠卡和簽證申請進行更嚴格的審查	70
就業政策	把流向海外的製造業就業機會重新帶回美國	本土製造業陷入衰退，該部門就業不增反降	0
	重振美國煤炭行業，大力發展石油和天然氣等傳統能源	對煤炭等行業給予大力支持，但無法扭轉這些傳統行業衰敗的趨勢	50
個人稅收政策	削減中產階級的稅負	大部分稅率有所下降，其中最高稅率從目前的39.6%降至37%	90
企業稅收政策	將企業所得稅率由35%降至15%	2018年起美國聯邦企業所得稅率將從35%降至21%	90
貿易政策	就《北美自由貿易協定》重新談判	《美國-墨西哥-加拿大協議》取代《北美自由貿易協定》	100
	退出跨太平洋伙伴協定（TPP）	2017年初退出跨太平洋伙伴協定（TPP）	100
	對所謂進行“不公平傾銷和補貼”的國家征收懲罰性關稅	對中國、墨西哥、歐洲、日本等貿易伙伴加征關稅	100
基建政策	退出WTO	特朗普屢次攻擊WTO，但尚未退出	0
	主張增加基建投入以重振製造業，基礎設施應採用美國製造的商品，資金投入額將高達5000億美元以上	精簡法規，縮短項目審批時間，提出10年2000億美元基建投入。但限於經費、立法以及地方利益集團的局限，基建計劃進展緩慢	40
醫保政策	反對“平價醫療法案”	2017年5月通過替代《平價醫療法案》新法案，但未能獲參議員通過，2018年12月《平價醫療法案》遭裁決違憲	60
外交政策	打破美國傳統外交政策	從敘利亞撤軍，美歐聯盟動搖	90
	退出《巴黎氣候協定》	2019年11月美國已經通知聯合國退出，意味著將在2020年的11月準時退出《巴黎氣候協定》	100
經濟目標	美國經濟在未來10年的年均增速至少可維持在3.5%，或達4%，未來10年可以為美國創造2500個新工作崗位	2018年美國經濟增長未達特朗普3%的增長目標	50

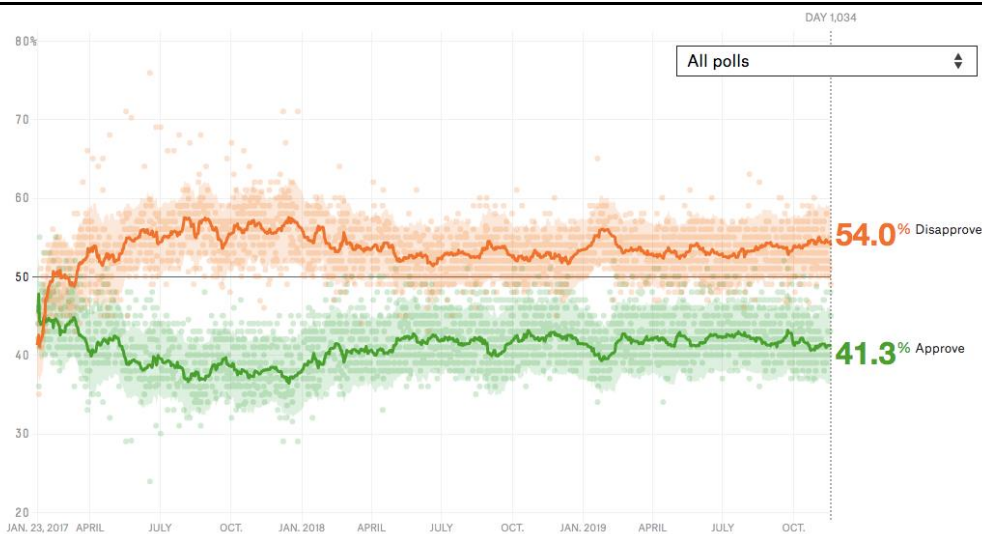
資料來源：美國政府、路透、招銀國際證券、招商銀行研究院

特朗普本屆任期將於2020年止，而他已經於今年6月正式宣布競選連任，並將競選口號更改為“保持美國偉大（Keep America Great）”。根據美國選舉制度，選舉日固定在偶數年11月第一個星期一的次日，即明年的大選日是11月3日。2020年上半年兩黨將進行黨內初選和預選，明年7、8月進行兩黨的全國大會，9、10月進行總統競選辯論，至11月3日正式投票選舉總統。當日，還將同時進行參議院和眾議院議員選舉，在選票上，參、眾議員候選人姓名列在總統候選人下方。參議院的100個席位中，每兩年有三分之一需改選（參議員以六年為一個任期），眾議員任期兩年，期滿後改選，意味著明年眾議院全部435個席位及參議院33個議席也會進行改選以產生第117屆國會。

美國選民通過選出本州的總統候選人、而間接決定總統人選。50個州加上哥倫比亞特區共計538位選舉人構成選舉人團（electoral college），特朗普必須獲得其中至少270張才可勝出連任。由於各州的獲勝者不論勝出多少票、均可贏得全部選舉人票，因此會出現獲得民衆投票最多的候選人無法贏得大選的情況（歷史上發生過五次，其中就包括2000年的戈爾和2016年的希拉裏）。也就是說，特朗普在2016年並沒有獲得選民多數票，而是靠選舉人制度獲勝（以304票對227票獲勝），因此明年特朗普連任競選壓力不小。

由於選舉人團“勝者獨占”的模式，在預計難以勝出的某些州，特朗普大概率不再會投入過多競選精力與成本，例如加州。民調顯示，特朗普自上任後的滿意度大致維持在40%左右的水平，與前幾任美國總統相比則處於較低的位置。從各州對特朗普的淨支持率來看，近三年出現了普遍的下降，意味著特朗普想要連任仍需要相當大的努力。當然，目前的民意支持率并非大選結果的有效預測指標，一年後的大選仍充滿未知。

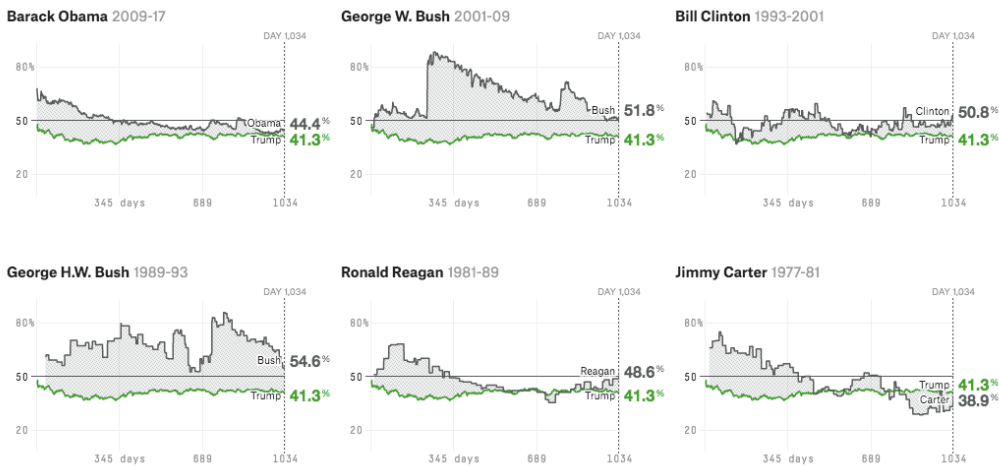
圖2：特朗普自上任以來的滿意度大致在40%左右



資料來源：FiveThirtyEight、招銀國際證券、招商銀行研究院

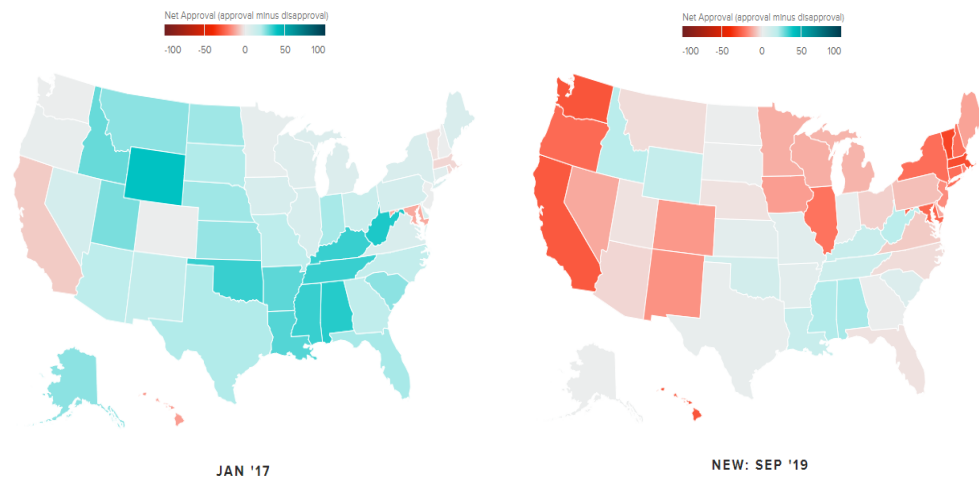
注：圖中綠色綫為滿意度，橙色綫為不滿意度，截至2019年11月20日

圖 3： 特朗普就任至今的民調滿意度普遍低於前幾任美國總統



資料來源：FiveThirtyEight、招銀國際證券、招商銀行研究院
注：各圖中綠色線和數值表示特朗普的支持率，民調數據截至 2019 年 11 月 20 日

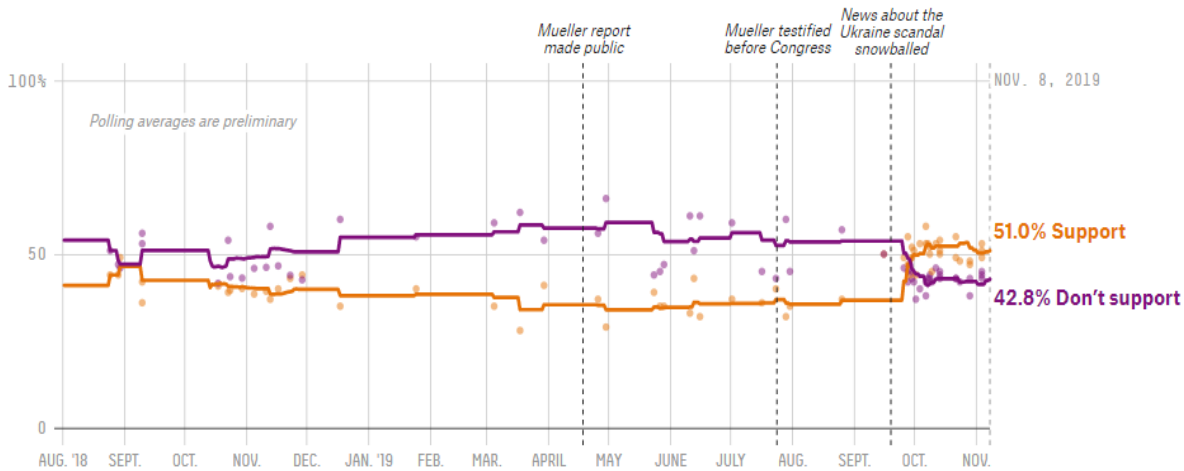
圖 4： 特朗普就任以來在各州的淨支持率的變化



資料來源：Morning Consult、招銀國際證券、招商銀行研究院
注：紅色越深表示淨支持率越低，藍色越深表示淨支持率越高；左圖表示 2017 年 1 月特朗普就任初期的情況，右圖表示 2019 年 9 月的最新情況

近期的彈劾事件再為大選增添變數。在“通烏門”事件之後，兩黨正在圍繞彈劾角力。美國眾議院於 10 月 31 日正式啟動對總統特朗普的彈劾調查程序，這意味著民主黨早前六周的閉門聽證調查轉向公開。這是 1998 年針對克林頓的彈劾之後，美國國會首次啟動彈劾調查程序。民調顯示，“烏克蘭電話門”事件曝出後，支持彈劾特朗普的民衆一度由 37% 迅速上升至 53%，目前支持和反對彈劾特朗普的民意分化、“勢均力敵”。而逾八成民主黨人支持推進彈劾，即使這是一場可能降低民主黨贏得明年大選機會的“豪賭”。

圖 5：關於美國民眾是否支持對特朗普發起彈劾的調查



資料來源：FiveThirtyEight、招銀國際證券、招商銀行研究院

注：橙色線表示支持彈劾特朗普的比例；紫色線表示反對彈劾特朗普的比例

由於正式彈劾成功需要在共和黨占優勢的參議院取得三分之二的得票，美國歷史上也從未出現過被彈劾下臺的總統，預計彈劾特朗普議案最終獲得通過幾率仍然很低。實際上彈劾調查對明年大選的影響比較複雜：一方面，彈劾調查程序有可能持續數月，將使得兩黨分歧進一步加劇，複雜指控和訴訟將給特朗普製造麻煩，使得特朗普不得不花費更多精力消解彈劾過程帶來的民意損耗；另一方面，彈劾過程可能影響溫和民主黨人爭取國會席位、影響民主黨候選人競選總統，反而助力特朗普競選。在 10 月底眾議院正式啟動彈劾調查程序之後，特朗普的競選活動在短期內獲得了大量資助。因此，難言彈劾風波對特朗普一定帶來負面干擾。

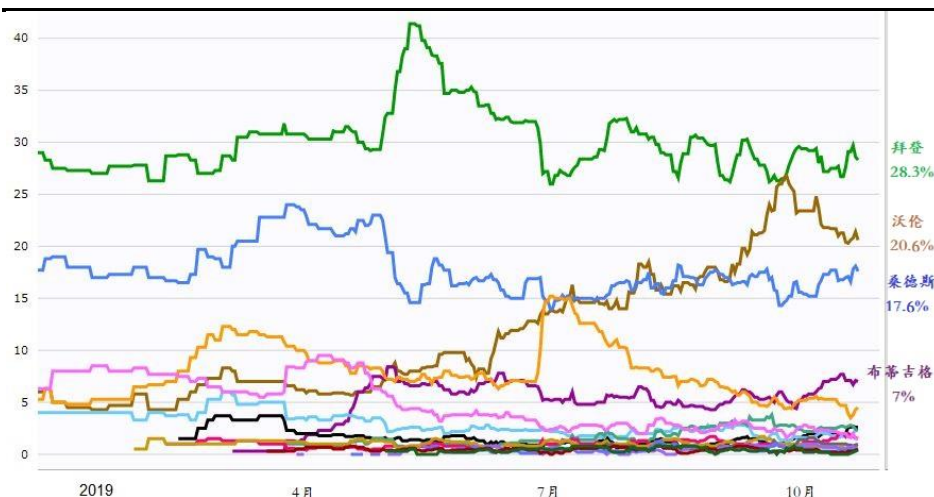
二、民主黨的候選人及競爭力分析

目前，共和黨除特朗普之外，還有沃爾什 (Joe Walsh) 和韋爾德 (William Weld) 兩人參選。根據蓋洛普最新民調，特朗普在共和黨內部的支持率接近 90%，不出意外的話，特朗普連任受到的黨內挑戰非常小。

民主黨的選情則仍比較混亂。民主黨自今年 6 月啟動多輪黨內辯論，當前仍在參選的共有 18 位，其中較為領先的有 4 位：主張“財富稅”的進步派人士參議員沃倫 (Elizabeth Warren)、再度參選的“左翼老將”桑德斯 (Bernard Sanders)、前美國副總統拜登 (Joseph Biden) 以及 37 歲的南本德市市長布蒂吉格 (Pete Buttigieg)。目前已經進行了三輪電視辯論，聚焦醫保、收入公平、氣候變化、移民、槍支管控等話題，沃倫和桑德斯表現更為突出。

從民調上看，今年二季度時拜登的支持率一度沖上 40% 大關，在黨內遙遙領先；但近半年來局勢發生明顯變化，拜登的支持率在 25-30% 的區間波動，未出現明顯起色，而沃倫一路“高歌猛進”。目前來看，民主黨候選人還沒有做好擊敗特朗普的充分準備，而且民主黨內部競爭異常激烈，內耗嚴重。而億萬富翁、原紐約市市長布隆伯格 (Michael Bloomberg) 亦準備加入民主黨總統候選人的角逐，其呼聲很高，有可能打破當前由拜登、沃倫和桑德斯組成的“三足鼎立”格局，甚至有望挑戰特朗普的統治。

圖 6：對民主黨候選人的支持率



資料來源：Realclearpolitics、招銀國際證券、招商銀行研究院

注：數據截至 2019 年 11 月初

從目前民主黨候選人提出的政策主張來看，擺在民主黨面前的是“漸進”和“激進”之間的抉擇：為了擊敗特朗普，民主黨究竟應該選擇較為極端和激進的政策，還是選擇更為實際和溫和的政策討好中間派選民。前副總統拜登認為沃倫和桑德斯等候選人主張的徵收財富稅、推行全民醫保（Medicare for All）、無條件消除學生債務等政策不切實際，將嚇跑中間選民，使得特朗普連任。經過 2016 年那場兩黨候選人政見差異最大、對立最嚴重的大選之後，美國政治變得更加對立和分裂，政治極化在美國的政治體系和領導人當中愈趨嚴重，中間地帶減小，預計民主黨競選者的政策天秤不得不向“激進”一端傾斜。

圖 7：暫時領先的民主黨候選人背景及政策主張

候選人	性別	年齡	背景	主要政策主張
拜登 (Joseph Biden)	男	76 歲	前美國副總統/特拉華州前任資深聯邦參議員	重振美國中產/投資聯邦政府基建/逃離特朗普災難般的治理，重返奧巴馬時代/在平價醫療法案的基礎上拓展公眾的選擇/公立免費大學/清潔能源計劃
沃倫 (Elizabeth Warren)	女	70 歲	馬薩諸塞州的資深聯邦參議員	通過每年向超級富翁們征收財富稅來解決不平等現象（對淨資產超過 5000 萬美元的家庭征收 2% 的財富稅，對淨資產超過 10 億美元的家庭征收 3% 財富稅）/希望消除 4200 萬美國人的學生債務
桑德斯 (Bernard Sanders)	男	78 歲	猶太人/聯邦參議員/國會史上任期最長的無黨派獨立議員/2016 年參選	全民醫療保險的堅定支持者/呼吁徹底消除 1.6 億的學生債務，不論收入/將大幅提高房地產稅/通過向華爾街徵稅來使得公立大學免費
布蒂吉格 (Pete Buttigieg)	男	37 歲	印第安納州南本德市長/同性戀身份/曾在阿富汗服役	積極應對氣候變化/恢復對《巴黎氣候協定》的承諾/廢除選舉團制度

資料來源：候選人競選網站、招銀國際證券、招商銀行研究院

三、影響大選的主要因素與大選後的政策前瞻

從美國大選歷史來看，在任總統存在明顯的連任優勢。自 1933 年羅斯福當政以來的 12 位總統中，爭取連任失敗的白宮主人只有三位（福特 1974-1977，卡特 1977-1981，老布希 1989-1993）。在任總統的優勢體現在知名度、執政資源、募集競選資金、選民求穩心態等多個方面，特朗普保護主義等政策的實施也保持和拓展了其民意基礎。

分析經濟指標結果顯示，當美國出現高失業率、低經濟增速、高通脹并行的時期，在任總統連任的幾率顯著降低。而特朗普就任以來，通過稅改和大規模財政支出等方式延續著歷史上最長的經濟擴張，目前失業率處於歷史新低，經濟仍在溫和增長，亦不存在通脹高企的壓力。從經濟角度來看特朗普繼續連任的幾率是比較高的。

儘管有經濟和政治模型用來推測選舉的結果，美國大選直到最後一刻仍充滿未知，因為還有各種偶發事件的干擾，例如可能影響卡特競選的“伊朗門”、險些影響布希連任的“酒駕門”、干擾希拉裏競選的“郵件門”等等。同樣的，特朗普也可能面對醜聞等事件干擾，從而改變其競選優勢，明年是否會出現“十月驚奇”（即競選末期的重大事態變故）猶未可知。

前瞻地看，如果特朗普成功連任，大概率將繼續打擊非法移民、尋求減稅、處理醫保問題、延續保護主義外交政策、對傳統盟友施壓、退出《巴黎氣候協議》等國際協議和組織、加強對傳統能源行業的支持等。如果民主黨候選人成功擊敗特朗普，民主黨則傾向於防治氣候變化、改良全民醫保法案、通過加稅來調節貧富差距、推動禁槍法案、規範穀歌和臉書等超級科技公司、對外聯合傳統盟友等。

在市場關注的對外貿易政策方面，民主黨參選者的立場大同小異，認同需要繼續降低美國貿易赤字、改善“不公平”貿易關係，只是對特朗普在實現這些目標過程中採取的策略和措施存在不同意見。例如，沃倫等參選人主張聯合歐、日等傳統盟友來集中處理與中國的貿易關係。關於目前對華加征的關稅，絕大部分民主黨參選人（包括沃倫和布蒂吉格）表示如果當選願意撤回已加額外關稅，只有兩位表示反對撤回關稅（加伯德和楊安澤），拜登和桑德斯等人態度還未明確。

可以說，民主黨在本次總統大選當中已經放棄了在貿易問題上對戰特朗普的計劃。這說明，2020 年大選不論結果如何，美國的貿易保護措施以及對華的科技限制都很難停止。

圖 8：民主黨領先參選人對是否贊成對中國額外關稅的態度

候選人	是否贊成撤銷關稅	關於對中國關稅的態度
拜登 (Joseph Biden)	未明確	“特朗普的貿易戰正在壓垮美國農民和製造商，也攻擊著我們的伙伴。我的政府將團結我們的盟友共同應對中國。並加強美國的经济防禦能力，使得美國公司不會繼續向中國提供技術。”
沃倫 (Elizabeth Warren)	贊成	“我不相信通過推特進行的關稅談判。我們需要一個全面而一致的計劃。首先我將召集我們的盟友一起行動，以對中國發揮最大影響力。美國的貿易反擊方法應當是有力量、連貫的，而非混亂的。”
桑德斯 (Bernard Sanders)	未明確	“我的政府將全面審查特朗普所征收的所有關稅，包括諮詢專業以確定哪些關稅和政策對於我們降低貿易赤字並將就業帶回美國是更為有效的。”
布蒂吉格 (Pete Buttigieg)	贊成	“想要通過向中國征收一些關稅就改變其經濟模式，這是非常愚蠢的事情。”

資料來源：候選人競選網站、候選人新聞採訪、招銀國際證券、招商銀行研究院

四、美國大選及結果對資本市場的影響分析

大選年的經濟和市場表現對競選結果至關重要。研究發現，大選前六個月至一年的經濟增長對於選民最終決定的影響要遠遠大於任期前幾年的經濟狀況。這就意味著，儘管在特朗普任期前三年美國經濟增長穩健，但要通過打“經濟牌”贏得連任，特朗普就必須在明年進一步發力來保持經濟和市場活力。在明年美國經濟繼續放緩的過程中，特朗普有可能繼續增加財政刺激力度、並進一步施壓美聯儲放寬貨幣政策，但貿易糾紛如果持續，將進一步成為美國經濟增長的拖累，因此特朗普傾向於同中國達成階段性貿易協議作為其政治成果。

從明年選戰結果角度分析，白宮、參議院和眾議院的兩黨分布理論上共有八種情景。由於目前共和黨在參議院以 53:47 占多數，且更有可能繼續占據參議院多數，我們將該情景作為基準假設。於是按幾率由大到小排序，大致有四種選情結果：

情景一（40%）：特朗普連任和民主黨眾議院（同現狀）。以刺激經濟為主的政策方向不變，可能通過反壟斷調查打擊大的科技企業，有利於傳統能源行業、金融企業；

情景二（30%）：民主黨占據白宮和眾議院。環境保護和財富稅有可能提上議程，不利於傳統能源行業、大型科技企業、金融企業、大型製藥企業；利於基建、環保、清潔能源相關產業；利於新興市場；

情景三（20%）：共和黨贏得白宮和國會。更加便於特朗普扶持美國傳統產業政策的實施，有利於金融和傳統能源企業；

情景四（10%）：民主黨總統和共和黨眾議院。環保、醫保等議題將占據核心，比第二種情況下執行政策難度升高，大致影響相似。

從 1950 年至今，美國共經歷了 17 個大選年，其中有 6 位總統成功連任。而美國總統大選作為美國重要的政治周期之一，我們認為其對大類資產價格或將產生一定的政治因素以及季節性的定價影響。為了探尋美國大選對於不同大類資產的影響，我們統計了權益、房地產、固定收益、外匯和貴金屬等資產在 17 輪總統大選期間的表現，以期發現大選年間的配置規律和線索。

圖 9：1950 年至今美國大選情況總覽

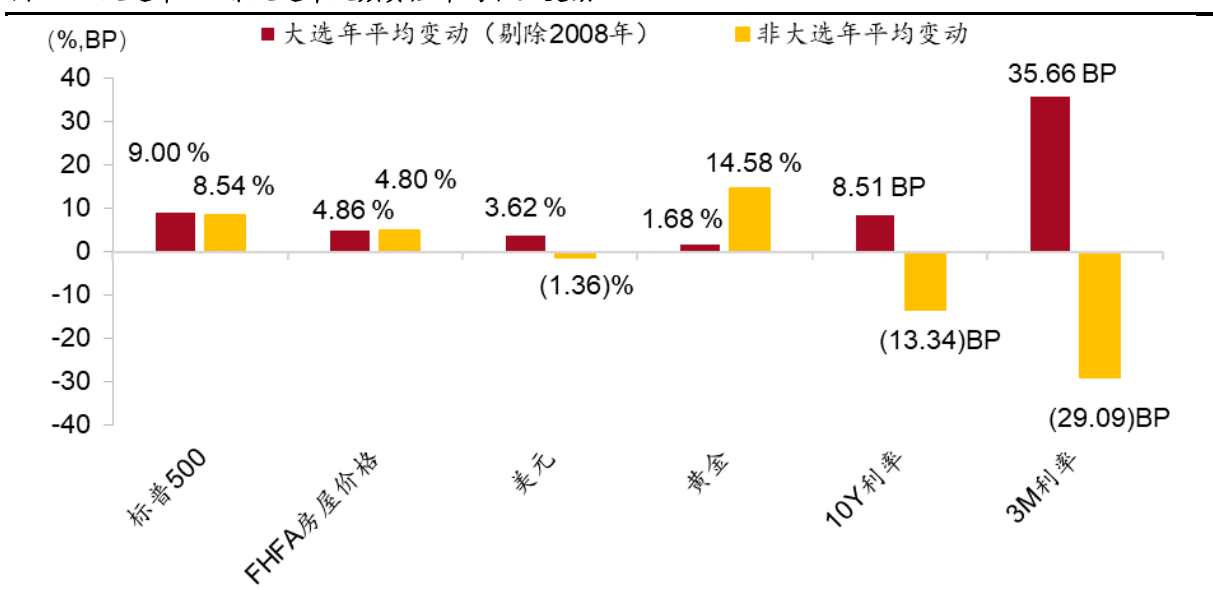
選年	大選日	當選人	黨派	是否連任
1952年	11月4日	德懷特·艾森豪威爾	共和黨	
1956年	11月6日	德懷特·艾森豪威爾	共和黨	√
1960年	11月8日	約翰·肯尼迪	民主黨	
1964年	11月3日	林登·約翰遜	民主黨	
1968年	11月5日	理查德·尼克松	共和黨	
1972年	11月7日	理查德·尼克松	共和黨	√
1976年	11月2日	吉米·卡特	民主黨	
1980年	11月4日	羅納德·裏根	共和黨	
1984年	11月6日	羅納德·裏根	共和黨	√
1988年	11月8日	喬治·赫伯特·沃克·布什	共和黨	
1992年	11月3日	比爾·克林頓	民主黨	
1996年	11月5日	比爾·克林頓	民主黨	√
2000年	11月7日	喬治·沃克·布什	共和黨	
2004年	11月2日	喬治·沃克·布什	共和黨	√
2008年	11月4日	貝拉克·奧巴馬	民主黨	
2012年	11月6日	貝拉克·奧巴馬	民主黨	√
2016年	11月8日	唐納德·特朗普	共和黨	

資料來源：招銀國際證券、招商銀行研究院

注：對勾√表示成功連任總統的第二任期

- 1) 從大選年和非大選年的角度來看，在剔除了2008年金融危機的極值數據後，大選年中的標普500和房價指數年度表現和非大選年份表現差異不大。以標普500指數為例，大選年中的平均年化收益率為9%，非大選年平均年化收益率為8.54%。表明大選所包含政治因素并非股市和樓市的年度影響因子。而美元的表現呈現大選年好於非大選年的特徵，黃金和利率則呈現大選年弱於非大選年的特徵。主要邏輯可能和大選年總統候選人或傾向於在選舉年推出利好經濟增長的政策以此吸引外資流入以及抬高市場風險偏好相關。

圖 10：大選年 vs. 非大選年大類資產平均收益變動



資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

從月度的角度來看，我們一般聚焦於競選前兩個月和競選落地後兩個月的資產價格表現，從邏輯上來說，大選本身的不確定性會對市場產生擾動，風險資產或將呈現先弱後強的形態。從數據上來說，大選年中標普500指數在9-10月的表現(-0.9%)明顯弱於11-12月的表現(2.67%)，同時也明顯弱於正常年份中的月度表現(0.8%)。而大選年中美元在9-10月的表現(1.96%)明顯強於11-12月的表現(-0.21%)，同時也明顯強於正常年份中的月度表現(-1.46%)。僅從外匯和股市來看，季節性差異表明在大選前期市場對競選結果的不確定性表現出一定的避險風格，而在競選結束後股市則有望迎來風險釋放後的反彈機會，這和我們前文中的邏輯相符。而黃金和長端利率的表現則呈現大選後兩個月強於大選前兩個月的特徵，這和股市所呈現出的風險偏好先弱後強有一定矛盾，表明政治影響因素或更多體現在股市和匯市，而利率和黃金或更多受制於其他因子的變動。

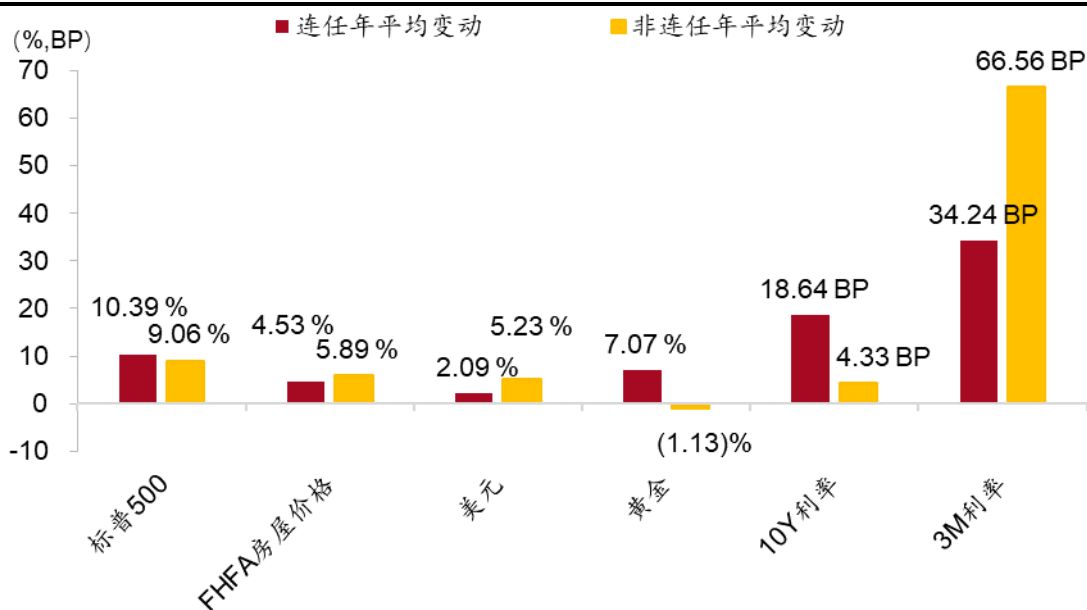
圖 11：大選年 vs. 非大選年大類資產的季節性表現差異

大類資產	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(競選結束期)%
標普500指數	非大選年	0.80%	3.12%
	大選年	-0.90%	2.67%
大類資產	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(競選結束期)%
美元	非大選年	-1.46%	-0.50%
	大選年	1.96%	-0.21%
大類資產	情景	9-10月(冲刺期)%	11-12月(競選結束期)%
黃金	非大選年	2.24%	2.00%
	大選年	-0.64%	0.50%
大類資產	情景	9-10月(冲刺期)BP	11-12月(競選結束期)BP
10Y利率	非大選年	-9.97	-5.28
	大選年	-5.62	-10.36
3M利率	非大選年	-17.55	-9.44
	大選年	1.67	11.42

資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

2) 從連任年和非連任年的角度來看，權益市場在連任年中的市場表現（10.39%）略好於非連任年中的市場表現（9.06%），FHFA 房屋價格指數表現總體相差不大。美元指數在連任年中的市場表現（2.09%）弱於非連任年中的市場表現（5.23%）。美債利率無論是連任年或是非連任年均呈現反彈迹象，其中長端利率在連任年反彈力度相對更強。一方面，尋求連任的總統往往會提出更多的政策刺激政策以贏得選票并提振市場風險偏好，包括特朗普為明年大選獲取中產階級選票而暗示要推行減稅 2.0 版本以針對性地為中產階級減稅等。另一方面，總統連任大概率將降低市場對於政策、政治變動的風險預期，本身也更加利於股強債弱的局面。

圖 12：連任年 vs. 非連任年大類資產的季節性表現差異



資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

從月度角度來看，股市無論是在 9-10 月衝刺期還是 11-12 月競選結束期，連任年表現（1.14%/3.70%）均明顯好於非連任年（-2.01%/2.11%）。美元指數在 9-10 月衝刺期中呈現連任年（0.06%）弱於非連任年（3.15%）的特徵，而競選結束期則相差不大。同樣地，僅從股市和匯市來說，連任年市場對於政策變動的預期更加穩定，這也將更加利於風險資產的走高。然而利率方面，美債無論長短端利率均在競選連任年的 9-10 月衝刺期表現好於同期的競選非連任年，這和股市以及外匯市場所表現出的風險偏好降低有所衝突，表明對於整體大類資產的影響除了政治因素外還包括更多的基本面因子等，或無法僅以政治因素解釋全部大類資產的季節性差異。

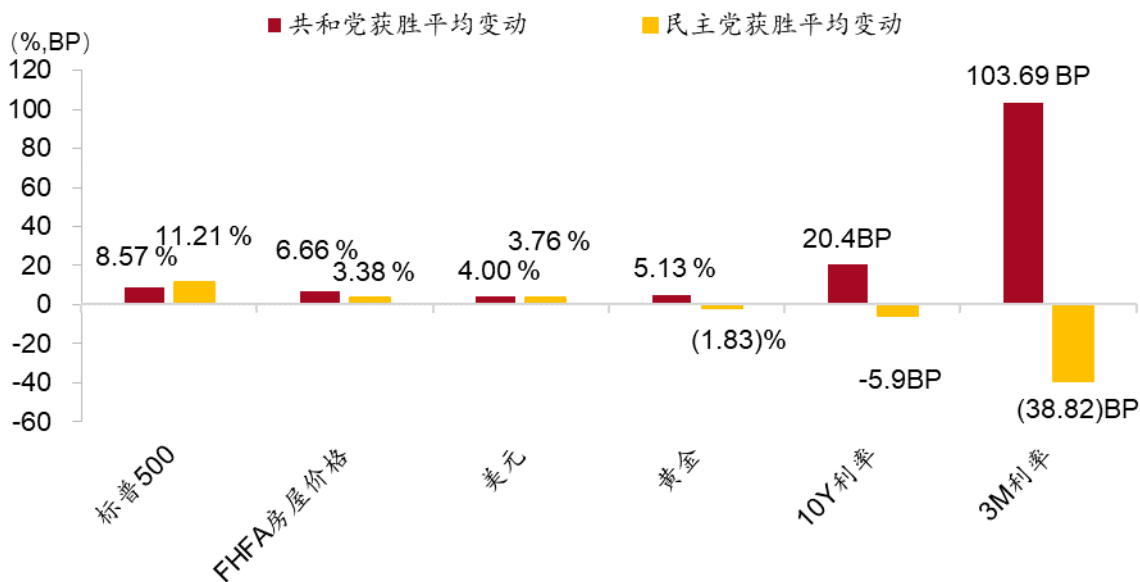
圖 13：連任年 vs. 非連任年大類資產的季節性表現差異

大類資產	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%
大類資產	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%
大類資產	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%
大類資產	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

資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

- 3) 從政黨變動的角度來看，在民主黨獲勝的大選年中，市場多呈現股債雙牛的局面，在共和黨獲勝的大選年中，市場則多呈現股強債弱的格局。從相對強弱來說，權益市場往往在民主黨獲勝的大選年中表現更優，房價則往往在共和黨獲勝的大選年中表現更優，美元指數差異不大。黃金表現和美債利率表現有所衝突，一定程度上或和數據的絕對值大小相關。

圖 14：共和黨與民主黨獲勝年大類資產的表現差異



資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

從月度角度來看，權益市場的月度表現和年度表現有所不同，無論是大選前 2 個月還是大選後 2 個月，股市均在共和黨獲勝的大選年中表現更佳，且均呈現競選結束期收益率高於競選衝刺期的特徵。外匯方面，美元在大選前兩個月以民主黨獲勝期表現更好，競選結束期中則相差不大。利率和黃金方面，同樣在 9-10 月均表現為民主黨獲勝期優於共和黨獲勝期的特徵，而在 11-12 月這種特徵則繼續延續。總結來說，民主黨獲勝的大選年在 9-10 月的衝刺期相比共和黨來說，市場存在著更多的對於政治因素的不確定性風險，這導致避險資產相對風險資產更優。

圖 15：不同政黨下大類資產的季節性表現差異

大類資產	情景	9-10月(衝刺期)%	11-12月(競選結束期)%
標普500指數	共和黨獲勝	0.37%	2.89%
	民主黨獲勝	-2.71%	2.36%
大類資產	情景	9-10月(衝刺期)%	11-12月(競選結束期)%
美元	共和黨獲勝	0.59%	-0.30%
	民主黨獲勝	4.16%	-0.07%
大類資產	情景	9-10月(衝刺期)%	11-12月(競選結束期)%
黃金	共和黨獲勝	-1.67%	-2.00%
	民主黨獲勝	1.00%	4.51%
大類資產	情景	9-10月(衝刺期)BP	11-12月(競選結束期)BP
10Y利率	共和黨獲勝	-4.44	12.01
	民主黨獲勝	-7.50	-46.16
3M利率	共和黨獲勝	25.05	28.81
	民主黨獲勝	-35.74	-16.40

資料來源：彭博、招銀國際證券、招商銀行研究院

綜上所述，對以往資產價格和配置規律的研究發現，大選年的標普 500 和房價指數年度表現和非大選年份表現差異不大，而美元的表現呈現大選年好於非大選年的特徵，黃金和美債則呈現大選年弱於非大選年的特徵。

對大選年細分月度來看，在選舉前（9-10 月）標普 500 的表現可能弱於選舉後（11-12 月），而美元表現則剛好相反。

無論特朗普是否得以連任，投資者均可關注大選落地後權益市場的反彈機會，但是連任年相對反彈幅度會更大。而本次若出現黨派更換（民主黨上臺）或是特朗普連任概率下降的信號，投資者則需減少大選前 2 個月的股市配置，此時由於政策不確定性因素較高，股市多呈現負收益。與之對應的是，選舉前（9-10 月）美元指數則存在避險推動下的做多機會，反彈幅度又以非連任年以及民主黨獲勝情景下更高。對於利率和黃金而言，政治因子對其的季節性影響則解釋力度較差，在此不做配置建議。

需要強調的是，美國大選只是可能影響明年資本市場表現的眾多事件之一，需要與各種其他因素共同考慮，我們也會對美國大選這一專題進行持續跟進。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。