

2020年美国大选的“变”与“不变”

——疫情背景下的党政分化和世界格局变迁

引言：就2020年美国大选而言，其中变与不变的根源在于其特殊性。特朗普本身就作为一种特殊现象的存在，叠加新冠肺炎疫情对社会带来超预期的影响，加剧了经济的周期性波动。各种内外因素交织构成了本次选举可能出现刷新历史经验的特殊性，导致我们难以对大选结果直接做出判断。所以我们分析大选可能出现的四种结果，研究其对美国经济以及资本市场的影响，进而延申其对非美经济的影响。我们需要注意到无论谁赢得本次大选，竞争性对华战略调整的方向已在美国两党精英中逐渐形成共识。

一、较之以往，今年对大选影响最大的变量是新冠疫情。首先，从纵向比较来看，和本年度拟合程度较高的1920年和2000年，在民心、党派、大选时间的节点方面均不同。从横向比较来看，随着全球化的发展，美国中产阶级的不平衡感逐步加深，导致选情不确定性升高。两党对防疫措施的重视程度以及“弗洛伊德事件”引发的种族问题，成为一个集中引爆点激化了精英与中低收入人群、民主党与共和党之间的分歧和矛盾。**其次**，疫情改变了传统大选的方式，邮寄投票可能导致选民的投票率和两党的支持率出现偏差，引发更多的矛盾。而随着社交媒体对政治话语权力度上行，自媒体已经成为社会情绪的宣泄口，导致选民情绪短期容易被舆论左右，大选结果容易产生幸存者偏差的情形。**第三**，打“中国牌”确实比往年能够获得更多的关注度，主要由于中国和美国应对疫情态度的分化，强化了中国在全球经济中的地位，美国本土经济的大幅衰退需要通过“中国议题”来转移公众视线；另外在当前民粹主义强烈的背景下，“中国牌”更能引发情绪上共鸣，获得更多支持。

二、目前民调结果拜登大幅领先特朗普，但最终结果并不“绝对”。拜登当前的优势在于：1) 拜登和特朗普之间的民调支持率从9月底开始扩大；2) 拜登的竞选资金超过特朗普；3) 副总统提名贺锦丽有助于巩固民主党优势，争取中间选民；4) 民主党在参议院和众议院多个关键席位竞选中占优势对拜登竞选形成利好。但由于选举人团制度、抽样偏差和媒体影响，民调并不能代表最终结果，所以特朗普当前仍然有翻盘的可能：1) 特朗普的狂热粉远高于拜登；2) 邮寄选票的合法性问题可能会成为主要矛盾点；3) 特朗普和拜登在摇摆州之间存在差距收窄的迹象。

三、大选结果的四种不同的情形对未来经济和资本市场的影响。情景一：拜登当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院。预计拜登在总统任期内不会有重大的财政举措，但是贸易和外交政策会比较确定。情景二：拜登当选；民主党控制参议院和众议院。预计短期经济相对承压，但长期美国结构性问题将有所缓解。情景三：特朗普当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院。预计政策基本维持现状，在贸易和外交政策上不确定性更强。情景四：特朗普当选；共和党控制参议院和众议院。预计短期经济强劲复苏，但长期全球贸易紧张程度升级，贫富差距加剧，经济的脆弱性加剧。从权益市场来看，长期来讲股市和党派之间没有直接的因果关系。若特朗普连任，由于减税+低利率的背景下，“美元资产荒”仍将存在，资金继续流入美股，对美股估值形成提振。如果拜登当选总统，由于对货币政策总基调偏鹰+进入加税周期，对股价和股息收入构成了压力，目前较高的市场估值限制了企业利润增长的前景，对权益市场不利。美债收益率回升基本确定。拜登上台美元走强概率较高，特朗普上台美元走弱概率较高，但均不改美元将经历长期周期性疲软。全球需求的复苏将对整体大宗商品价格形成支撑。

四、大选结果对非美经济体影响有限，但难以改变对华态度。对新兴市场来说，如果拜登当选，美元走强概率上升，部分新兴市场存在一定风险；如果特朗普当选，贸易保护政策必然延续，带动整个风险偏好回落，对风险资产上行形成抑制。在分裂国会的背景下，新兴市场债券收益率更具有吸引力，另外美元疲软的延续，将减少新兴市场的外汇波动。对发达国家来说，如果特朗普当选，跨大西洋关系将进一步恶化；如果拜登当选，虽然跨大西洋伙伴关系短期可能有所修复，但欧美之间共同利益下降的趋势难以逆转，意味着欧美关系渐行渐远。对中国来说，两党均同意对华开展一个竞争性的战略，在这个竞争过程中其实美国也在对自身在全球的实力和地位上进行调整，但在具体政策选择上两党呈现出相对碎片化的立场倾向。从中美贸易来看，拜登上台中美贸易将有所缓和，而特朗普将加速中美“脱钩”。从金融方面来看，拜登对华的金融制裁战略将超过特朗普，局部制裁的可能性较大。从科技方面来看，两位候选人对科技的打压均会有所加强，特朗普更会选择直接封锁，拜登更倾向和中国开战科技竞争。中短期来看，中美关系面临的具体风险点主要源于制度和价值观之争，主要集中在一带一路相关制裁、和伊朗、朝鲜有交易的金融机构、对南海、台海、东海巡航等挑衅行为等。长期来看，中美贸易与美苏冷战时期存在明显不同，冷战思维可能是无效的。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2. 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 大选前夕不确定因素上行，对资本市场形成较大影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、较之以往,今年对大选影响最大的变量和主线就是新冠疫情.....	3
二、目前拜登大幅领先特朗普,但最终结果并不“绝对”.....	5
三、大选结果的四种不同的情形对未来经济和资本市场的影响.....	9
1、大选结果对货币政策影响有限,财政政策为主要关注点.....	9
2、大选结果对权益市场影响有限,不改美元周期性疲软和原油市场修复.....	12
四、大选结果对非美国经济影响有限,但难以改变对华态度.....	14
1、大选对资本市场溢出效应影响新兴市场,对欧盟的影响在于贸易政策变动.....	14
2、大选结果不改中美关系,只是打的方式方法不同.....	15

图表目录

图表 1: 对比 1920 年、2000 年和当前的不同.....	3
图表 2: 2020 年邮寄选票占比将近 60%.....	4
图表 3: 贸易采购问题可能在大选前发酵.....	5
图表 4: 拜登的民调领先特朗普将近 10 个点.....	6
图表 5: 拜登受欢迎程度远高于特朗普.....	6
图表 6: 拜登的竞选资金高于特朗普.....	6
图表 7: 民调机构认为拜登能够竞选成功的几率较大.....	6
图表 8: 参议院席位情况.....	7
图表 9: 众议院席位情况.....	7
图表 10: 特朗普的“死忠粉”较多.....	8
图表 11: 对拜登有“特别好感”的支持者较少.....	8
图表 12: 特朗普截至 10 月 12 日在佛罗里达和亚利桑那州领先于拜登.....	9
图表 13: 特朗普在 9/20-10/12 平均时间段的摇摆州支持均落后于拜登.....	9
图表 14: 大选结果的四种情形判断.....	9
图表 15: 朗普 (TRUMP) 和拜登 (BIDEN) 在经济政治上的立场观念.....	11
图表 16: 长期股市和党派之间没有直接明确的因果关系.....	13
图表 17: 双赤字对美元形成下行压力.....	14
图表 18: 美国国际收支下行.....	14
图表 19: 中美关系整理.....	17

引言：

就 2020 年美国大选而言，其中变与不变的根源在于其特殊性。特朗普本身就是一种特殊现象的存在，叠加新冠肺炎疫情对社会带来超预期的影响，加剧了经济的周期性波动。各种内外因素交织构成了本次选举可能出现刷新历史经验的特殊性，导致我们难以对大选结果直接做出判断。所以我们分析大选可能出现的四种结果，研究其对美国经济以及资本市场的影响，进而延申其对非美经济的影响。我们需要注意到无论谁赢得本次大选，竞争性对华战略调整的方向已在美国两党精英中逐渐形成共识。

一、 较之以往，今年对大选影响最大的变量是新冠疫情

疫情的出现毫无疑问是本次大选的最大变数。首先，从纵向比较来看，本次疫情和 1920 年和 2000 年的大选背景不同。对比 1920 年大选之前的四年里，虽然战争、“大流感”、恐怖主义和高失业率交织在一起，但暴发时并非大选年。对比 2000 年美国大选之日，乔治·沃克·布什以略微优势打败民主党候选人戈尔，虽然上台没多久便发生恐怖袭击事件，但还是任职了 8 年的美国总统（主要由于 911 事件带来了超越党派，实现了全民统一支持）。其次，横向对比来看，疫情加剧了党争极化。随着全球化的发展，非常规货币政策对实体提振程度有限，但资本泡沫加剧了贫富差距，中产阶级的不平衡感逐步加深。在这个背景下，疫情成为一个引爆点激化了精英与中低收入人群、民主党与共和党之间的分歧和矛盾。首先，疫情对美国经济的负面影响损害了特朗普强调其在经济方面的政绩，特朗普政府因“在位”因素，比民主党更迫切地希望经济能够快速恢复，虽然推动了一系列的财政刺激，但却忽略了对疫情的重视，盲目重启经济导致民主党对特朗普政府的防疫措施呈现出明显的对峙态度。其次，“弗洛伊德事件”引发的种族冲突直接触发联邦制内部的分歧。

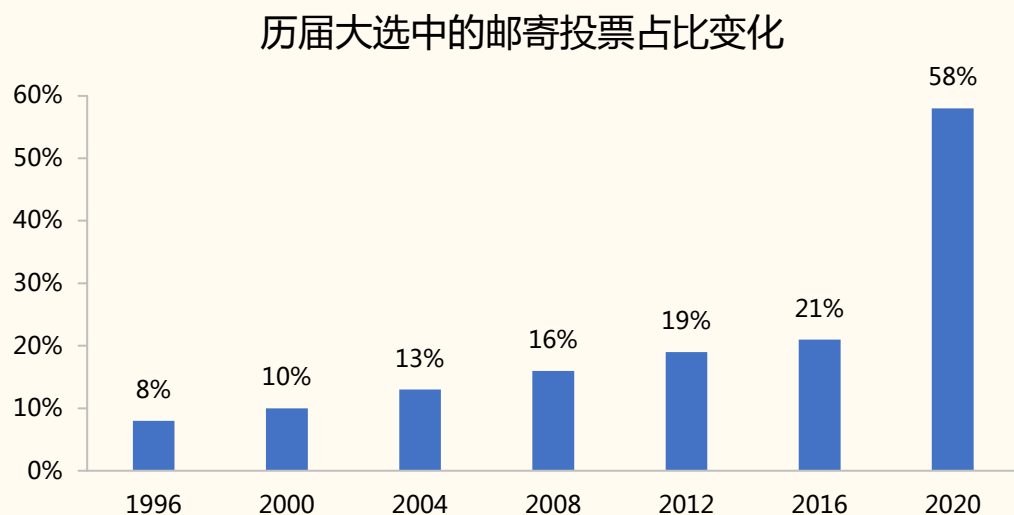
图表 1：对比 1920 年、2000 年和当前的不同

经济周期	外部事件	内部事件	民主党态度	共和党态度
1920-1923	第一次世界大战；美国国会拒绝参加国际联盟，拒绝签署凡尔赛和约	美国禁酒令生效；美国妇女获得选举权；“西班牙流感”疫情	要求继承威尔逊的进步主义路线，主张美国登上世界舞台来为民主而奋斗，主张建立国家间的联盟，奉行激进扩张的外交政策。	提出回到“正常化”的竞选口号，认为美国需要从战争的动荡中恢复调整，不受国际事务的牵累，促进战后恢复工作和重建正常的社会生活，给国家人民生活带来稳定。
2000-2008	阿富汗战争；伊拉克战争	911 事件；2008 年次贷危机	民主党中间派，戈尔效仿克林顿将自己置于政治上的“中间立场”，在减税，医疗保险，教育等选民切身利益的问题上受到多数中下层选民赞同	共和党温和保守派布什提出减速计划，不仅为富人减税，也照顾到中下层人士的利益，提出“有同情心的保守主义”，在任期间致力于加强安全，全力反恐，并大力推动向其他国家进行民主输出。
2020	中美贸易战；全球范围新冠疫情；建立墨西哥边境墙，退出全球移民公约谈判；美国退出世卫组织	国内疫情应对不当；经济衰退严重；“弗洛伊德事件”发酵更严重的种族冲突；贫富差距导致的阶级冲突	在动荡的大环境下迎合选民的想法，呼吁颁布全国“口罩令”，积极的防治新冠疫情，重新加入世界卫生组织；为各州失业人民提供更多支持；希望以温和的政策态度处理种族问题。	继续坚持“America First”政策以提振美国制造业，促进国内经济发展；应对疫情方面近期呼吁戴口罩，但仍没有具体有效措施；坚持强硬态度对待移民政策，以及种族问题。

来源：公共信息整理，国金证券研究所

疫情改变了传统大选的方式，社交媒体对政治话语权影响加大。首先，邮寄投票的方式可能令选民的投票率和两党的支持率出现偏差。美国大选投票的方式通常分为现场投票和邮寄投票两种方式，但受疫情爆发的影响，民主党和共和党在3月中旬宣布取消集会活动，允许所有州开放邮寄投票申请限制。虽然在6月20日之后特朗普强行恢复某些竞选集会，但两党在2020年大选周期中全面恢复大型集会等传统竞选方式仍然会受到一定的限制，目前统计数据表明2020年大选邮寄投票占比上升至58%，远高于2016年的21%，由于民主党的选民更青睐邮寄投票的方式，这也意味着拜登有着潜在的天然的优势。其次，媒体更向娱乐化偏离，主观情绪加重，客观事实被削弱，导致选民情绪更容易被煽动。正如我们前面所述，疫情作为一个引爆点激发了社会矛盾，而随着自媒体的快速发展，自媒体成为了社会情绪的突破和宣泄口，奠定了本轮大选中自媒体的重要地位。两党均希望通过主流媒体来左右舆论，但自媒体本来就是一把双刃剑，虽然有助于曝光度，但也可能由于言语的不谨慎，带来超预期的负面作用，导致民心短期波动较大，而产生幸存者偏差的情形。

图表 2：2020 年邮寄选票占比将近 60%



来源：PRC、UFL、国金证券研究所

在新冠背景下的种族不平等以及经济重启问题仍将是决定大选走势的关键，但打“中国牌”确实比往年能够获得更多的关注度。美国大选辩论的基本框架与议题比较固定，一般包含社会福利、税率、金融经济、外交政策等。在之前的大选议题中，“中国问题”或多或少都会被两党所提及，但今年对“中国问题”的关注程度远超往届，甚至不亚于此前美苏冷战时期的关注度。首先，美国本土经济的大幅衰退需要中国议题来转移公众视线。受疫情影响，美国国内生产总值在第二季度总值按年率计算萎缩 32.9%，创 1947 年以来最大降幅，其中对服务业的打击尤为严重，导致劳动力市场原本存在的结构性脆弱大面积爆发。数据显示，美国失业率在 5 月份高达 14.7%，虽然后续逐月回落，10 月份已降至 7.9%，但仍不及疫情前水平且实际就业情况依然严峻。市场普遍认为中国对美国存在的大幅贸易顺差是导致美国经济长期疲软的一个因素，因此美国大选急需利用“中国议题”来转移危机视线。其次，谈论“中国问题”，在当前民粹主义强烈的背景下，更能引发共鸣。本轮疫情下，中国虽然最先爆

发，但复工复产以及经济复苏的速度远超美国，中国在全球的综合实力的显著上行开始让不少选民认为美国在全球的世界霸主地位将被动摇，引发了强烈的争议。所以在本轮美国大选期间，谈论中国话题似乎更能够引起选民的注意，在攻击竞争对手的同时，进而彰显民众最为关心的国内经济问题，从而获得更多的支持。

我们需注意贸易采购问题可能在大选前发酵。中美签署第一阶段经贸协议为持续近两年的贸易战按下了“暂停键”，根据中美之间达成的第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，其中要求2020-2021年“中国应确保在2017年基数之上，扩大自美采购和进口制成品、农产品、能源产品和服务不少于2,000亿美元”。第一阶段采购实际执行情况在疫情影响下不理想，具体表现在下面几个方面：1、总体看，货物贸易进展很不理想。1-5月实际进度只有45-46%。2、服务业一季度相对好一些，完成预期目标的70%，3、农产品方面：1-5月完成49%（美方统计39%），4、能源产品方面：1-5月完成7%（美方统计完成18%），主要是价格下降幅度大，最终完不成。5、制成品方面，预计今年很难完成。

图表 3：贸易采购问题可能在大选前发酵

贸易采购项目	采购金额（亿美元）	
	2020	2021
服务业（知识产权使用费、商务旅行、金融服务等）	128	251
农产品（肉、谷物、海鲜、棉花等）	125	195
能源产品（原油、天然气、煤）	185	339
制成品（工业机械、电气设备、医药、汽车、钢铁等）	329	448
20-21年总额不少于较2017年基准金额增加不少于2000亿美元	767	1233

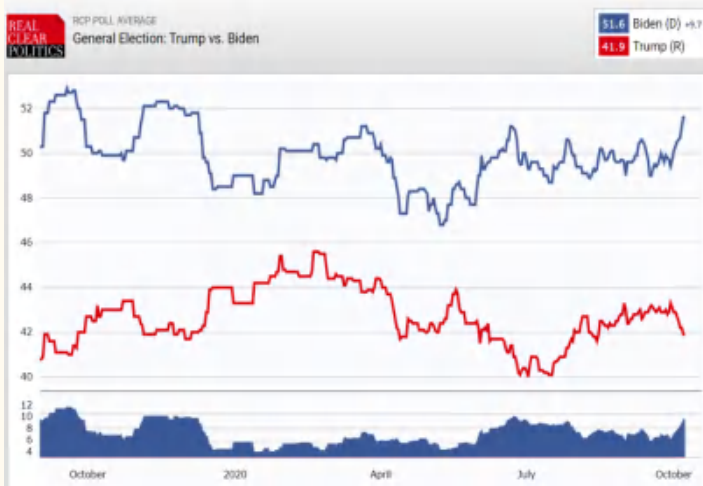
来源：Wind，国金证券研究所

二、目前拜登大幅领先特朗普，但最终结果并不“绝对”

目前，多项显性、隐性迹象表明拜登获胜的概率较高。首先，拜登和特朗普之间的民调从9月底开始扩大。根据RealClearPolitics平均民调显示，拜登的支持率从9月29日的49.4%上行到当前的51.5%，特朗普的支持从9月29日的43.3%回落到42.6%，两者之间的差值从6.1%扩到到9.2%。其次，拜登的竞选资金超过特朗普。美国竞选资金的制度中，资金来自两党和候选人个人，候选人在第一轮投票中所占的百分比与他在选区选举总开支中所占的份额之间存在很强的相关性。一般来说，候选的竞选资金越多，其活动也会相对较多，出现在公众视野的频率也将更多，吸引更多的选民。数据显示，截至到10月15日，美国FEC（Federal Election Commission）公布的数据显示，民主党筹得资金为2611.5百万美元，共和党筹得资金为496.3百万美元，两者相差较大，

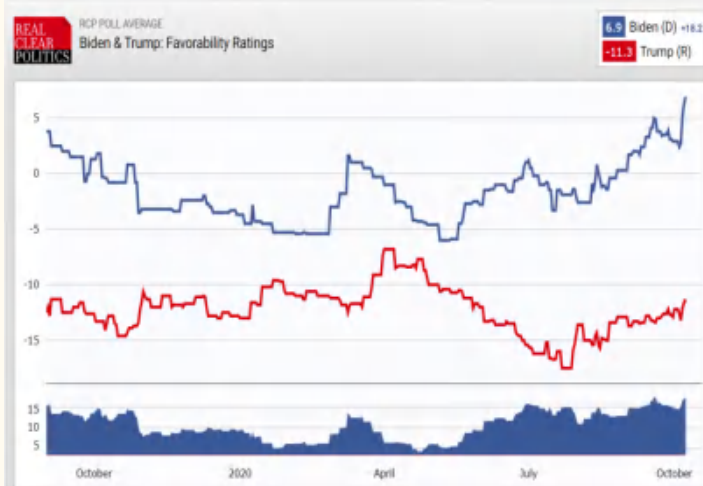
其中拜登筹得资金为 540.6 百万美元，而特朗普筹得资金为 476.5 百万美元。**第三，副总统提名贺锦丽有助于巩固民主党优势，争取中间选民。**由于民主党进步派支持种族性别平等，贺锦丽少数族裔女性的身份有助于鼓励黑人和女性选民踊跃参与投票，而特朗普很难吸引这类选民。**第四，民主党在参议院和众议院多个关键席位竞选中占优势对拜登竞选形成利好。**截至 10 月 15 日，民主党在众议院拥有的席位为 215，远高于共和党的 185；民主党在参议院拥有的席位为 47，略高于共和党的 46。

图表 4：拜登的民调领先特朗普将近 10 个点



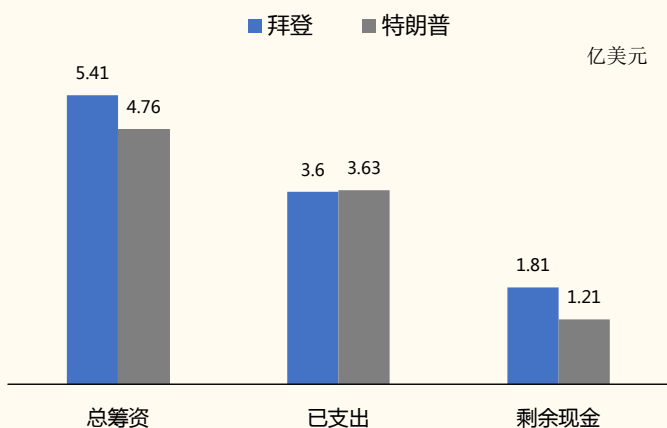
来源：RCP、国金证券研究所

图表 5：拜登受欢迎程度远高于特朗普



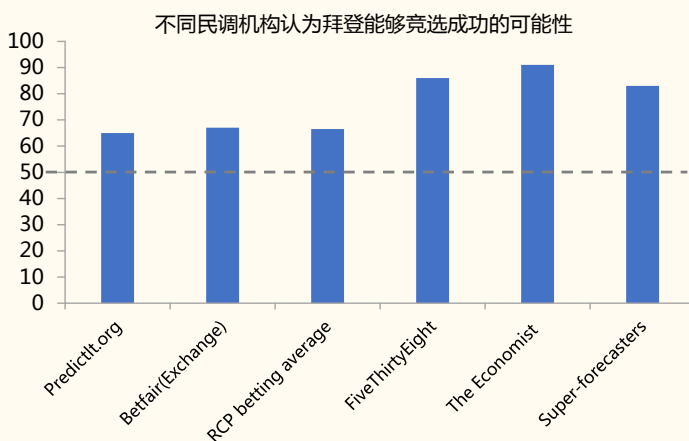
来源：RCP、国金证券研究所

图表 6：拜登的竞选资金高于特朗普



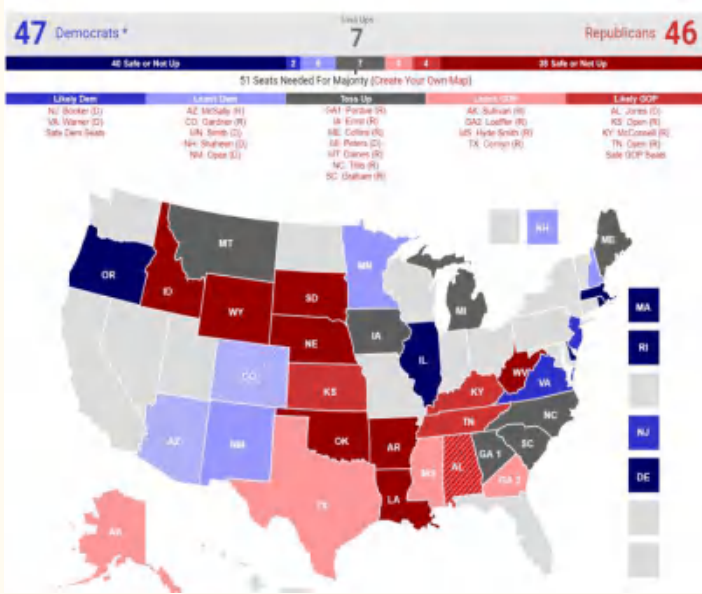
来源：FEC、国金证券研究所

图表 7：民调机构认为拜登能够竞选成功的几率较大



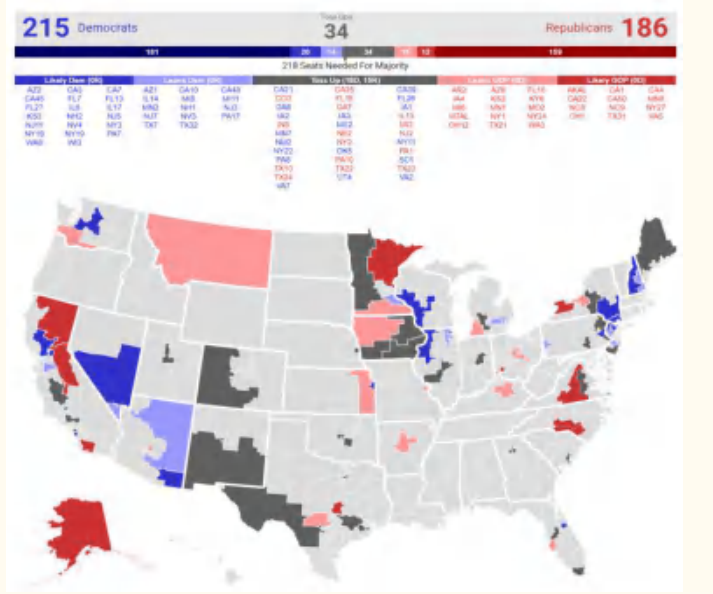
来源：公共信息整理、国金证券研究所

图表 8：参议院席位情况



来源：RCP、国金证券研究所

图表 9：众议院席位情况

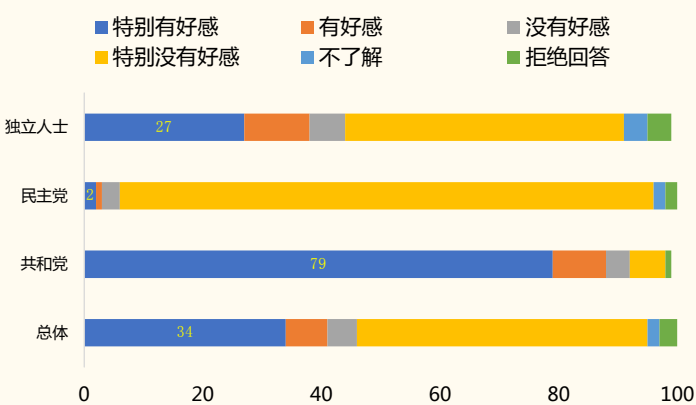


来源：RCP、国金证券研究所

由于选举人团制度、抽样偏差和媒体影响，民调并不能代表最终结果。首先，美国总统选举的选举人团制度导致美国民调存在不确定性。美国选举团制度规定美国总统由选举人团选举产生，而非由选民直接选举，各州的选举团成员人数依据各州的国会议员人数（联邦参议员与众议员人数之和）来确定，全国共 538 票，当一位候选人赢得 270 张或以上票数即可成为美国总统。由于美国 50 个州无论各州人数多少，每州两个参议院席位，且在众议院席位分配与各州实际人口数量比例不一致，导致各州选举人票所代表的人数标准存在差异，可能产生与民调和选民投票结果相反的所谓的“少数票总统”，比如 2016 年特朗普的选民得票率比克林顿少将近 300 万张，却以 306 张选举人票当选总统；2000 年乔治·W·布什赢得了 271 张选举人票，但比民主党候选人阿尔·戈尔在全民投票中少 50 多万。其次，由于统计模型只能给出最佳的预测值和可能的置信区间，以及在抽样过程中可能出现的偏差导致民调本身具有不确定性。虽然民调机构在历届选举中不断优化样本抽样方式，但仍无法避免出现偏差导致民调的结果不准确，其中重要的一点是“隐藏选民”假说，假说认定选民在特定情景和因素的作用下选择向民调机构隐藏自身的真实偏好，比如 2016 年大选民调时支持特朗普的选民由于特朗普的一些言论不愿意公开自己的立场，致使民调机构无法精准地捕捉选民的真实投票意愿，进而造成民调系统地低估了特朗普的实际支持率。此外，“未决定选民”（在投票最后时刻才做出决定的选民）在和“潜在选民”（还未登记的选民）的存在使民调机构无法有效捕捉选民的完整偏好从而出现误差。第三、媒体的影响导致民调具有不确定性。媒体作为信息的承载和传播者影响大众对具体事物的看法，在 2016 年选举过程中，根据民调结果以及希拉里的竞选政策，媒体对希拉里获胜的信心大增，大肆宣传挑选有力的数据支撑其认为希拉里获胜的言论，媒体的过度渲染可能导致希拉里支持者信心高涨，但投票热情减弱。因此，媒体对于民调结果的解读可能会影响缺乏自主判断的选民的选择，从而导致最终结果与民调结果不一致。

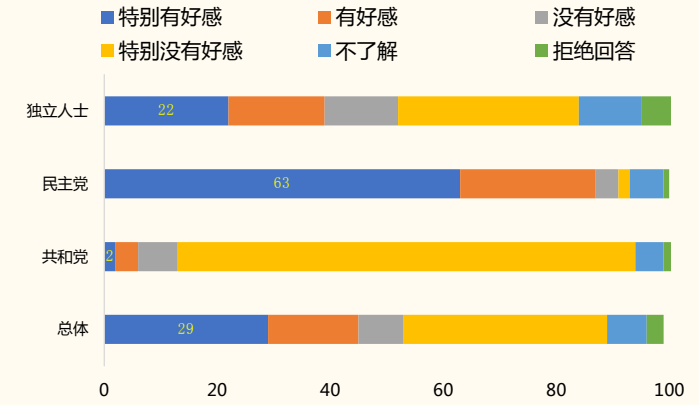
特朗普当前仍然有翻盘的可能。首先，特朗普的狂热粉远高于拜登。根据 Quinnipiac 的统计，特朗普虽然在各个群体中“有好感”的选民占比低于拜登，但他在党内的坚定支持者（“特别有好感”）的比例显著高于拜登，因为“有好感”的选民只是有意向的投票，因此是容易动摇的，特朗普仍然有机会去争取“有好感”的选民的投票，又或者如果拜登在接下来的辩论环节出现失误，中间选民或放弃投票或转向特朗普。其次，邮寄选票的合法性问题可能会成为主要矛盾点。特朗普日益将注意力集中在投票程序上，多次对邮寄投票的方式进行了法律和言辞上的攻击，在没有任何证据的情况下指责这种方式充斥着欺诈行为。因此，如果特朗普在竞选中失利，他可能会利用总统的权利否认邮寄投票结果的真实性，并上诉申请重新计票，否认邮寄投票结果的方式为其保留翻盘的可能性。第三，特朗普和拜登在摇摆州之间存在差距收窄的迹象。截至 10 月 12 日，特朗普在亚利桑那州和佛罗里达州略领先于拜登，但在 9 月 20-10 月 12 的平均值显示，拜登在主要六个摇摆州拜登均领先于特朗普，所以不排除临近大选，特朗普支持率出现反转的可能性。未来看，摇摆州才是重点观察对象。由于“摇摆州”在美国总统大选中起着重要作用，对摇摆州的争夺愈加激烈，因此在选举日前各个党派在摇摆州的活动，所提出的政策、言论都可能改变摇摆州的选举团票在选举当日投出的结果，因此摇摆州的选举团票的归属可能与民调结果相反。

图表 10：特朗普的“死忠粉”较多



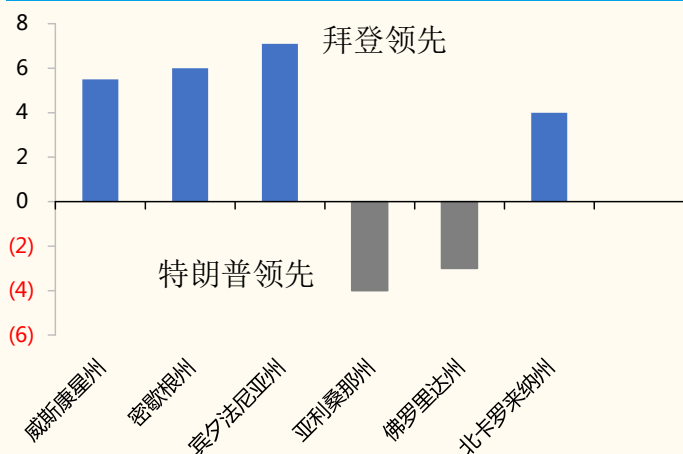
来源：Quinnipiac、国金证券研究所

图表 11：对拜登有“特别好感”的支持者较少



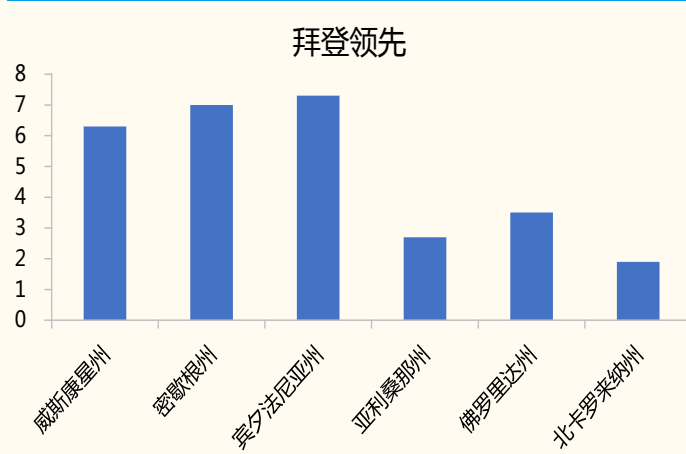
来源：Quinnipiac、国金证券研究所

图表 12: 特朗普截至 10 月 12 日在佛罗里达和亚利桑那州领先于拜登



来源: RCP、国金证券研究所

图表 13: 特朗普在 9/20-10/12 平均时间段的摇摆州支持均落后于拜登



来源: RCP、国金证券研究所

三、 大选结果的四种不同情形对未来经济和资本市场的影响

1、 大选结果对货币政策影响不大，财政政策为主要关注点

图表 14: 大选结果的四种情形判断

大选结果的四种情形			
	结果	政策导向	概率
1)	拜登当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院	不会有重大的新财政举措，但是贸易和外交政策会比较确定。	40%
2)	拜登当选；民主党控制参议院和众议院	民主党将被赋予更多权力。预计短期经济相对承压，但长期美国结构性问题将有所缓解。	30%
3)	特朗普当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院	政策维持现状，在贸易和外交政策上不确定性更强。	25%
4)	特朗普当选；共和党控制参议院和众议院	激进的减税政策和放松管制的政策议程将继续下去。	5%

来源: 国金证券研究所

情景一：拜登当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院。预计在拜登总统任期内不会有重大的新财政举措，但是贸易和外交政策会比较确定。首先，财政政策刺激将会变得相对温和。明年美国经济复苏情况将会放缓，可能会和共和党达成部分协议，通过增加基础设施和社会支出，以换取针对中等收入家庭的一些减税。其次，税率可能仍会上升。尽管可能不会像民主党大获全胜时那样大幅上升，从而减少对企业信贷质量和企业杠杆率的负面影响，名义收益率曲线的陡峭程度低于民主党大获全胜时的情况。第三，在拜登政府的领导下，全球贸易紧张局势得到缓解。可能略微改善企业盈利前景，降低风险溢价。

情景二：拜登当选；民主党控制参议院和众议院。预计短期经济相对承压，但长期美国结构性问题将有所缓解。首先，加大对富人和企业的征税，以缩小贫富差距，经济未来的强劲恢复将更多受益于中低收入家庭，劳动生产率将有所

提高。虽然拜登的支出计划的部分资金来自对企业和富人增税，但这些逆流的净效应将利好经济活动，主要通过扩大了经济的供应面，对商品和服务所需的劳动力和资本的数量和质量进行了提振，同时，一方面增加国家基础设施支出的计划也提高了商业竞争力和生产率，助于提高生产率。另一方面，推崇自由贸易和支持外国移民将增加各类劳动力的规模，提高劳动力参与率，这些将远远抵消企业和个人边际税率上升带来的经济成本，对经济的长期增长有利。**其次，财政预算赤字短期将面临更大上行的压力，但长期有望回落。**拜登接手的将是一个高失业率、远未达到充分就业的经济体，这将确保在他任期的大部分时间里，政策目的是创造更多就业机会，使经济尽快恢复充分就业。所以在他执政的初期，根据他的提议，预算赤字在他的第一个任期内累计将大幅增加，但随着经济恢复充分就业，政府支出将会大幅减少，期望十年后的预算赤字较目前能够出现回落。

情景三：特朗普当选；共和党控制参议院、民主党控制众议院。预计基本政策维持现状，在贸易和外交政策上不确定性更强。首先，财政支出方面面临着更多的约束。特朗普在 2018 年出台《美国重建基础设施立法纲要》，推出了现代化农村基础设施建设，其中传统基础设施占比较大。但当时由于减税立法日程占据了优先地位，导致该法案未取得明显进展。由于民主党和共和党两方关于财政刺激方面的分歧较大，除非经济面临大幅下行压力，不然民主党控制的众议院预计不会有明显转变态度。**其次，特朗普进一步减税的概率也极小。**随着《减税和就业法案》的即将到期，可能会延长该法案，但对于中产阶级的额外减税政策可能很难看到。**第三，分裂的国会意味着美国在全球贸易问题上采取更具建设性的态度。**特朗普将继续使用他的行政权力来推行他的限制性贸易和移民政策。

情景四：特朗普当选；共和党控制参议院和众议院。预计短期经济强劲复苏，但长期全球贸易紧张程度升级，贫富差距加剧，经济的脆弱性加剧。首先，短期预计会出现更激进的减税政策，推动经济“V”型复苏。疫情蔓延之后劳动力市场走软令薪资承压，对消费和投资带来了下行压力，所以比起拜登，特朗普更希望能够快速恢复经济以提振民心，此前特朗普还讨论了工资税递延计划。另外，他还计划向每小时和每周挣工资的人提供帮助，使他们在生病时不必外出谋生。特朗普连任后可能会加速该法案的落实。在政府开支方面，特朗普提出了一项规模庞大的基础设施计划，但这些开支被一系列非国防项目的开支削减所抵消，对财政预算赤字增加有限。**其次，在特朗普追求贸易逆差缩小的背景下，劳动力市场结构性问题难以解决。**当前全球制造商并没有将生产转移回美国，而是转移到生产成本更低的其他国家。未来特朗普将继续奉行高度限制性的外国移民政策。在特朗普政府上台之前的 25 年多时间里，美国每年的净移民人数接近 100 万，但截至特朗普第一任到期，移民人数急剧下降，目前每年回落到 75 万人左右。如果特朗普对移民限制进一步加强的话，我们预计每年移民人数继续下行，全球劳动力资源无法进行最优分配，无法解决劳动力市场长期存在的结构性问题。

图表 15: 特朗普 (TRUMP) 和拜登 (BIDEN) 在经济政治上的立场观念

特朗普 (TRUMP) 和拜登 (BIDEN) 在经济政治上的立场观念			
		特朗普观点	拜登观点
经济	重新开放经济	鼓励各州尽快重新开放。	认为在没有加强新冠检测和疫苗临床的情况下不要重新开放。
	更多的经济刺激	进一步的刺激措施必须包括减税。	希望华盛顿在支付失业救济金方面为各州提供更多支持。
	减税	维持低税率, 表示此前通过的税改法案或将在 2025 年到期之后继续延长, 税改 2.0 的推进将成为特朗普竞选重点考虑的问题, 特朗普政府表示, 在经济艰难复苏之际, 他们将抨击增税政策。	承诺扭转特朗普 2017 年的部分减税政策, 将最高收入者的边际税率从 37% 提高到 39.6%; 将美国联邦企业所得税率从 21% 提高到 28%; 对大公司的账面收入征收最低 15% 的税; 美国公司依靠外国子公司赚取的利润税率将提高至 21%; 支持扩大对低收入工人的税收抵免。
	贸易	表示重心仍为“America first”, 对那些与美国存在贸易逆差的国家处以一定程度的惩罚。为提振美国制造业, 中美贸易摩擦仍会持续发酵。	支持北美自由贸易协定, 批评特朗普与中国的关税战争对美国消费者和农民不利, 但也希望促进国内制造业, 减少对中国的依赖。认为在知识产权和技术转让方面最好与盟友加深结盟, 来对抗中国。
种族和刑事司法	政策改革	支持严厉执法, 签署了一项行政命令, 进行警察改革, 并呼吁立法采取更多措施。鼓励警察部门采用使用武力的最新标准, 并在执法部门中增加社会工作者, 以应对涉及吸毒成瘾和无家可归的非暴力案件。	反思执法不当, 指控特朗普政府对可能侵犯公民权利的警察部门监管松懈。承诺一个 3 亿美元的项目, 资助雇佣更多种族的警察, 并培训他们与社区发展, 以减少警察和居民的敌对关系。
	刑事司法改革	2018 年, 两党共同签署了《第一步法案》(First Step Act), 主要是针对那些轻微涉毒犯罪分子, 对惯犯减少和限制使用强制性最低量刑。允许法官在被告达到一定标准的情况下放弃其他适用的强制最低量刑。	希望废除死刑、单独监禁和监禁被指控的罪犯, 直到他们支付了现金保释金。承诺向各州拨款 200 亿美元, 以减少文盲和虐待儿童等社会问题。
	解决种族经济差距问题	在谈到种族政策时, 特朗普经常吹嘘黑人失业率, 表示在冠状病毒大流行之前, 黑人失业率已降至历史最低水平。	呼吁制定法律, 使对工资歧视的起诉变得更容易。制定新的公平贷款和公平住房保护措施。向规定减少歧视的城市提供 3 亿美元赠款, 并成立一个特别工作组, 解决黑人死于 COVID-19 的比例过高的问题。组织一个小组研究向因奴隶制和种族隔离而遭受损失的黑人支付现金赔偿的可行性。
	对传统黑人学院和大学(HBCUs)的支持	两位候选人都表示支持传统的黑人学院和大学(HBCUs)。签署了一项法律, 白宫称该法律为这些机构提供了 2.55 亿美元的永久性资金, 并增加了联邦佩尔资助计划(Pell Grant program)的资金。特朗普政府还鼓吹重新启动 HBCU 资本金融委员会, 立法增加 HBCU 奖学金和研究的资金。	两位候选人都表示支持传统的黑人学院和大学(HBCUs)。他还将向这些学校投资 700 多亿美元, 用于建立研究机构和提供学费支持。
能源环境	传统/绿色能源发展	发展传统能源, 重振煤炭行业, 废除《清洁能源计划》, 增加能源出口, 退出《巴黎气候协定》, 推动基建, 现代化农村基础设施建设。	增加基础设施、汽车工业、公共交通、电力、住房、清洁能源等投资; 重新加入《巴黎气候协定》, 并计划在绿色能源上投入 2 万亿美元的投资。
医疗	平价医疗法案 (Affordable Care Act (ACA))	共和党议员多年来试图废除平价医疗法案。在 2021 年财政预算中, 特朗普政府提出在未来 10 年内大幅消减医疗保健支出。尽管特朗普誓言要提供一个更好、更便宜的医疗体系, 但他并没有提出一个全面的替代方案。在处方药问题上, 特朗普表示将签署四项行政命令, 旨在降低美国处方药价格, 他说这将“完全重组”美国处方药市场。	整体支持平价医疗法案, 确保所有家庭用于支付医疗的费用不超过其总收入的 8.5%, 提出的医疗保健计划将在未来 10 年耗资 7,500 亿美元, 资金来源将是对富人增税。不支持像“全民医保”这样的单一支付体系。相反, 呼吁建立一个类似医疗保险的公共选择。另外, 对处方药进行合理的定价, 允许消费者购买国外处方药。

	医疗\医药的扩展	对医疗补助资格施加工作要求和限制，为医疗补助支出增长设定上限，并将医疗补助转变为一次性拨款，这些举措都会导致更少的人得到医疗覆盖。	建议将享受医疗保险的年龄从 65 岁降低到 60 岁。这样的变化可能会将医疗保险扩大到大约 2000 万美国人。
	防疫	近期呼吁戴口罩，放缓病毒检测速度，退出世界卫生组织。	呼吁颁布全国“口罩令”；建立流行病检测委员会，保证全民免费检测，增加监测站点；重新加入世界卫生组织。
教育	学校选择	为美国每个孩子提供学校选择，推广美国卓异论	普及幼儿教育，支持高质量 K-12 学校，使高等教育更易负担，减免联邦学生债务
外交政策	对中国的关税	对中国商品加征关税，希望为美国带回就业机会，但贸易战伤害了美国农民，使制造业就业机会减少。特朗普今年 1 月与中国达成了部分“第一阶段”贸易协议，但他在 4 月对路透社表示，由于冠状病毒大流行带来的经济影响，该协议“非常糟糕”。	表示将取消农产品关税，但对中国的钢铁倾销和侵犯知识产权的指控采取强硬立场。
	伊朗核协议	坚决退出该协议	他将通过外交途径与伊朗打交道，并重新加入核协议，但前提是伊朗首先要遵守该协议对其核项目的限制。
	国际联盟	特朗普政府批评拜登承诺恢复美国与古巴的关系，称拜登在“出卖”古巴人和委内瑞拉人，以安抚民主党的左派。	表示将加强北大西洋公约组织(NATO)等联盟，将消除川普对美国领导地位和信誉造成的损害。美国计划在中美洲投资 40 亿美元，解决该地区的贫困和腐败问题，以防止移民涌入美国南部边境。注重加强与亚太地区主要盟国的关系，包括日本、韩国和澳大利亚，加强与东南亚国家联盟等区域多边机构的接触。
高科技	科技公司	特朗普与科技公司关系复杂，经常抨击亚马逊及其首席执行官杰夫·贝佐斯，特朗普表示“在垄断方面有些事情正在发生”。特朗普政府正在对主要科技公司进行广泛的反垄断调查。	他在竞选期间批评了 Facebook 和其他科技巨头，但提议对亚马逊(Amazon.com Inc.)等公司征收最低联邦税。拜登曾表示，拆分 Facebook 这样的公司是“我们应该认真考虑的事情”。
移民	美国墨西哥边境墙	墨西哥拒绝支付这笔费用，让美国政府买单，特朗普政府挪用五角大楼资金建立美国与墨西哥之间的边境墙。	结束将资金从军方转移到修建隔离墙的做法，转而专注于边境执法，比如投资改善入境口岸的检查基础设施。
	政策	废除奥巴马 2014 年 11 月有关移民改革的行政令；设立移民犯罪参与受害者办公室，退出全球移民公约谈判。	撤销庇护申请数量限制，改变公共收费移民方案，废除“穆斯林禁令”，推动区域移民安置。

来源：公共信息整理、国金证券研究所

2、大选结果对权益市场影响有限，不改美元周期性疲软和原油市场修复

从权益市场来看，长期股市和党派之间没有直接明确的因果关系。传统观点认为，民主党通常由于政府倾向，通常对经济还有股市不利，而共和党人由于更关注资产，所以对经济和股市有利。但西格尔 (Jeremy siegel) 在 1994 年出版的《长期股票投资》阐述了华尔街对政治的认知大多是错位的，商业周期才是决定牛市和熊市最主要的因素，而不是总统任期。除去上世纪 90 年代克林顿 (Clinton) 政府时期的经济繁荣，以及随后乔治·W·布什 (George W Bush) 政府时期互联网泡沫的破裂。在历届总统中，累计股市回报率最高的是威廉·克林顿 (William J. Clinton) (民主党)，接近 210%，而最差的乔治·w·布什 (共和

党)，累计股市回报率为-40%。到目前为止，不确定性才是市场最大的干扰因素。1955年9月，艾森豪威尔在一次高尔夫球运动后突发心脏病，导致股市在一天之内暴跌6.5%。1963年11月肯尼迪遇刺时，股市立即暴跌了3%。在某些方面，当前环境具有乔治·w·布什(George W. Bush)在2001年后所面临的生存威胁(这里我们用冠状病毒取代恐怖主义)、约翰逊和尼克松政府的内乱以及罗纳德·里根(Ronald Reagan)在上世纪80年代与日本的贸易战的特征，这些内外因素夹杂在一起对股市的影响远大于政党对股市的影响。

图表 16：长期股市和党派之间没有直接明确的因果关系

二战后历任总统在位时资本市场情况概览						
总统	党派别	年限	标普 500 回报率	经济扩张 (次数)	经济衰退 (次数)	债务占 GDP 比率
William J. Clinton	民主党	1993-2001	210%	0	0	55%
Barack H. Obama	民主党	2009-2017	182%	1	0	104%
Dwight D. Eisenhower	共和党	1953-1961	129%	2	3	54%
Ronald W. Reagan	共和党	1981-1989	117%	1	1	50%
Harry S. Truman	民主党	1945-1953	87%	2	1	71%
George H. W. Bush	共和党	1989-1993	51%	1	1	61%
Lyndon B. Johnson	民主党	1963-1969	46%	0	0	39%
Donald J. Trump	共和党	2017-	43%	0	1	131%
Jimmy E. Carter	民主党	1977-1981	28%	1	1	32%
Gerald R. Ford	共和党	1974-1977	26%	1	0	34%
John F. Kennedy	民主党	1961-1963	16%	1	0	49%
Richard M. Nixon	共和党	1969-1974	-20%	1	2	31%
George W. Bush	共和党	2001-2009	-40%	1	2	68%

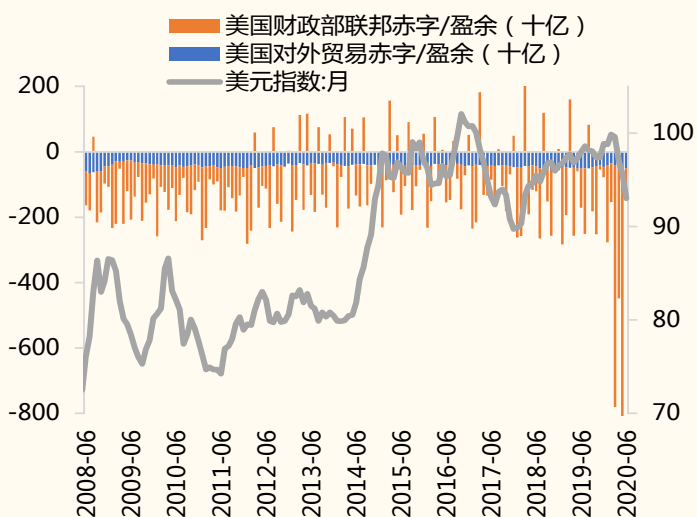
来源：Wind，国金证券研究所

短期来看，特朗普当选对美股形成利好，拜登当选对美股形成利空。虽然历史表明，长期政党领导对市场回报影响有限，但我们预计在选举中后期会看到党政交替带来的短期风险资产波动。根据赢家不同，市场部门可能会做出不同的反应。**首先，两位候选人对货币政策总基调的态度不同。**若特朗普连任，则会通过各种渠道对美联储施压以维持当前的低利率情况，而由于“美元资产荒”的存在，资金继续流入美股，对美股估值形成提振。如果拜登当选总统，由于需要为后续执政预留一定的政策空间，对美联储宽松的总基调偏鹰，从而对美股估值形成一定的下行压力。**其次，财政政策不同带来的杠杆率不同将会成为美股风格切换的重要因素。**如果是在特朗普的领导下，即使两党减税的问题上没有谈拢，但政府杠杆率仍然保持一个较高的位置，在低利率的双重利好下，估值有望有所支撑，企业盈利持续改善，美国权益市场有望持续创新高，但需注意杠杆过高带来的美股进一步泡沫化的可能性。如果是在拜登的领导下，上台之后将上调富人和企业税，进入加税周期后，一方面美国政策的杠杆率则会快速回落，另一方面，对股价和股息收入构成了压力，两者均带动美国无风险收益率上行，目前较高的市场估值限制了短期收益的前景，也限制了拜登政策下企业利润增长的前景。综合来看，特朗普上台，对国防、金融和碳能源行业形成利好，而消费、可再生能源和基础设施相关行业将在拜登的领导下成为赢家。

美债收益率回升基本确定。从超短期来看，如果特朗普当选，市场的风险偏好上行，从而带动美债收益率上行；如果拜登当选，债市更多维持震荡。但从中长期来看，无论谁当选，美债收益率都将面临上行压力。区别在于拜登在财政刺激方面的态度更为激进，随着通胀预期的快速回升，美债收益率回升幅度更大。而特朗普在对待财政刺激方面激进程度不如拜登，但当前联邦基金利率已经低至极致，即使未来中美贸易进一步升级，货币政策空间也有限，随着基本面的逐步修复，美债收益率仍将处于上升通道。

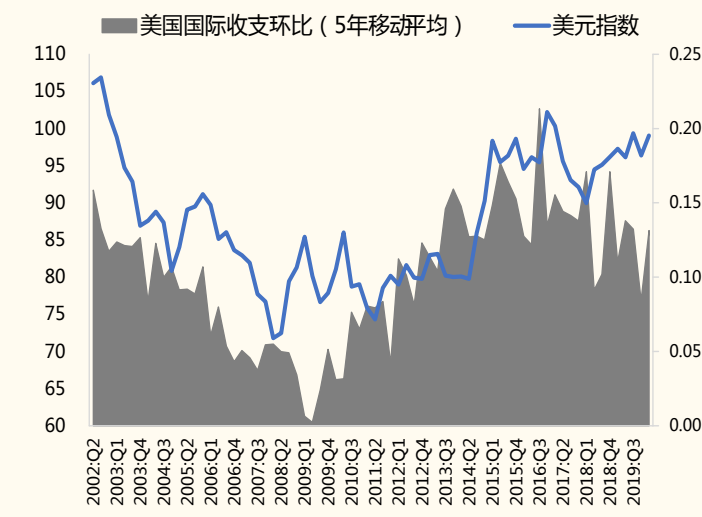
拜登上台美元走强概率较高，特朗普上台美元走弱概率较高，但均不改美元将经历长期周期性疲软。自疫情引发的衰退以来，支撑美元的双重支柱（利差和美国经济增长）将逐步被双重赤字所取代，给美元带来隐性贬值压力。但相比于特朗普，拜登胜选可能会带动美国贸易政策更加稳定，市场不确定性下行，从而导致美元理智溢价，对美元形成利好。其次，拜登可能会督促美联储尽快恢复常规货币，进一步推动美元走强。但若特朗普连任，尽快促使经济恢复是他的首要关注点，货币政策必定维持长时间宽松；另外特朗普奉行的“弱美元”以改善贸易逆差思维，将对美元构成下行压力。

图表 17：双赤字对美元形成下行压力



来源：Wind, St.LouisFed, 国金证券研究所

图表 18：美国国际收支下行



来源：Wind, 国金证券研究所

无论是特朗普还是拜登当权，全球需求的复苏将整体促使原油价格都有望上升。如果拜登当选，一方面，短期大规模的财政刺激对需求形成明显的推动，但加大对电动汽车和可再生能源的支持，可能会加速美国石油需求的下降；另一方面更高的税率会导致增加岩油的开采成本，联邦土地钻探可能会受到限制，从而进一步减少可采资源总量，但与伊朗达成协议的可能性增加，促使更多伊朗原油重返自由市场。如果特朗普当选，当前的政策维持现状的背景下，页岩气的活动不会受到限制，与伊朗达成协议的可能性降低，原油更多遵循随着全球经济复苏、需求上行的路径。

四、大选结果对非美经济体影响有限，难以改变对华态度

1、大选对资本市场溢出效应影响新兴市场，对欧盟的影响在于贸易政策变动

新一届政府是否会采取促进全球增长和贸易的政策，将对新兴市场产生重大影响。如果特朗普当选的话，这意味着其对贸易保护政策必然延续并进一步升级，并在第二任期逐渐形成突出竞争性与对抗性，预计对中国股市形成较大的波动，并通过溢出效应带动整个新兴市场股市表现不佳。如果拜登当选的话，鉴于新兴市场对亚洲地区的敞口很大，在民主党领导下实施的规模更大的财政刺激和更为友好的贸易和关税政策，将对新兴市场整体经济从疫情中恢复有利。但需要注意在拜登的大规模财政刺激后续可能快速推动美联储加息节奏，给新兴市场汇率和股市带来一定的下行压力。在分裂国会的背景下，美国联邦基准利率将更长时间保持的低位水平，新兴市场债券收益率更具有吸引力，将为新兴市场固定收益提供支撑。另外，更少的财政刺激意味着对美经济增长提振有限，美元疲软的加剧将减少新兴市场的外汇波动。

大选引发的经济变数对欧盟影响有限，核心还是贸易政策变动带来的国际关系问题。特朗普当选以来，跨大西洋关系已经大幅恶化。自第二次世界大战以来，两大洲建立关系的共同价值观，例如民主，尊重人权和自由贸易等，随着世界格局的变迁，跨大西洋联盟的共同利益基础不仅在客观上有所削弱，同样也受到民粹主义等政治思潮的影响，在主观上也有所缩减，激化欧美矛盾。首先，特朗普藐视多边谈判，推崇以单边主义做法多次无视欧洲重大安全利益，其中包括退出伊朗核协议、加剧巴以矛盾和中东紧张局势，退出《中导条约》、《开放天空条约》和《跨太平洋伙伴关系协定》等等。其次，比起战略合作关系，更视欧盟为敌对竞争关系，对欧盟在钢铝产品和汽车进口上征收关税。第三，对于英国脱欧问题，他表示支持并要与英国达成自由贸易协定。随着欧盟和美国之间对政治取向的差异日益分化和经济方面领域竞争的日益激烈，如果特朗普连任，未来欧美矛盾和冲突会有所加剧。拜登竞选成功，虽然跨大西洋伙伴关系短期可能有所修复，但欧美之间关系的调整很难逆转，共同利益削减的趋势长期将会有所维持，意味着欧美关系渐行渐远。

2、大选结果不改中美关系，只是中美摩擦的方式、方法不同

从中美关系来看，我们需要注意到无论是谁当政，在对待中国的问题上已经达成了最基本的战略共识，但是在具体政策选择上两者存在一些博弈，仍未形成超越党派藩篱的充分共识。大选之后，我们预计中美关系短期将稍有缓和，但只是策略性缓和。中期来看，无论是民主党还是共和党都会采取强硬措施。长期来看，中美贸易与美苏冷战时期存在明显不同，冷战思维可能是无效的。

目前，两党均同意对华开展一个竞争性的战略，在这个竞争过程中其实美国也在对自身在全球的实力和地位上进行调整。首先，从 08 年中国成功举办奥运会和美国深陷金融危机相比，显著表明中国在国际的地位和影响力出现明显上升，将美国和中国之间的关系推到了十字路口。随着美国的全球战略调整，其对华战略也加速重新定位，2017 年 12 月特朗普政府公布的《国家安全战略报告》表示将“保护国土安全”“促进美国繁荣”“以实力维持和平”“提升美国影响”列为国家安全战略的“四大支柱”，同时表示将中国和俄罗斯定位为“竞争者”的表述，标志着中美多年多领域的合作模式将瞬息转变为竞争模式，这与两党传统精英派的诉求基本一致的。其次，金融危机后，美国面对许多之前从未遇到的新的挑战，譬如在面临低利率、低通胀和低增长的同时，却面临高额的债务和政府赤字，长此以往将动摇美元的霸权、美国在全球经济上的地位和综合实力。通过在战略调整与两国关系变迁中握有主动权，一方面能够在

全球经济中展现其国际领导力，另一方面也可以通过打压中国来弥补其长期结构性问题，巩固并提高其的综合国力。

但在具体政策选择上两党呈现出相对碎片化的立场倾向。目前来看，两党之间长久的政治和意识形态不同是对华态度的最大分歧，以至于在对华战略总体方向、经贸和科技方面大相径庭。民主党强调在竞争中维持合作，加强与盟友之间的合作而不是坚持当前的“美国优先”政策、希望能够重塑美式价值观的吸引力，批判使用关税武器，更加倾向于通过团结盟友向中国施压。在科技方面，认为比起一味打压，应该与中国展开正面竞争，利用美国科技引导技术运用维护美国知识产权。相比之下，共和党希望利用关税制裁等“贸易战”方式迫使中国市场加快落实自由化和市场改革，加速与中国“脱钩”，以此来推动制造业回流。在科技方面，通过加大对中国科技市场打压，来阻止其快速发展。

从中美贸易来看，拜登上台中美贸易将有所缓和，而特朗普将加速中美“脱钩”。特朗普政府发动对华“贸易战”的本质是“蓄意脱钩”，以纠正中美贸易绝对失衡。另外，在本次疫情的冲击下，由于美国实体经济的空心化使得美国以服务业为主体的经济结构在疫情的冲击下恢复的较慢，所以预计特朗普会更加激进地推动在华美资企业将生产线迁回美国本土，尽快减少对华制造业的严重依赖，贸易脱钩将会进一步升级。拜登在今年的《外交事务》杂志上曾发表《为何美国必须再次领导世界》一文，详细阐述了他的世界观，在中国议题上，表示美国要想在未来与中国或其他任何国家的竞争中取胜，就必须增强其创新优势，团结世界各地民主国家的经济力量，打击滥用经济手段，减少不平等现象，认为特朗普政府对华的重度施压并强烈要求盟友选择“选边站”的做法并不恰当，更加倾向于修复盟友关系，通过强调价值观来对华维持竞争和必要合作的战略调整。

从金融方面来看，拜登对华的金融制裁战略将超过特朗普，局部制裁的可能性较大。2020年4月，美国参议院司法委员会主席林德赛·格雷汉姆(Lindsey O. Graham)在接受媒体采访时公开表示，美国应当取消中国持有的巨额美元国债、对中国征收“疫情税”(pandemic tariff)并对中国相关官员实施金融制裁。另外在6月4日，白宫发布《保护美国投资者免受中国企业重大风险的备忘录》，要求由多个美国政府部门组成的金融市场工作组进一步研究中国上市公司可能给美国投资者带来的“风险”，备忘录称，中国从美国资本市场获益，却没有遵守重要的投资者保护条款，该举动破坏了美国法规的透明度。美联储和证交会也分别发布了中美中美风险暴露报告、中美关联报告、对中国投资风险报告，虽然美联储认为美国银行和证券投资受到冲击不大，但证交会警告对华投资风险。若特朗普连任，不排除会在金融市场上对华进行制裁，可能会促使在美中资企业面临更大的市场压力和更复杂的监管环境。若拜登当选，在政治和意识形态方面，拜登表达更加坚定的态度，认为中国政权性质的问题远大于其快速发展问题，未来可能会利用港区国安法作为切入点，使用新的经济制裁来威胁中国。

从科技方面来看，两位候选人对科技的打压均会有所加强，特朗普更会选择直接封锁，拜登更倾向和中国开战科技竞争。当前美国各方学者认为中国给美国所带来的威胁并不仅仅只是中国经济增长以及技术进步，而是这种增长所衍生出来的可能资源用途，而本轮疫情也再次表现了高科技对于各国应对公共卫生危机、维护国家安全起到重要作用，不仅能够提升政府的话语权，也能强化对

信息传播的控制。若特朗普连任，预计后续芯片产业链、汽车产业链、先进制造产业链等领域将继续受到美国技术封锁，并针对《中国标准 2035》进行打压，美国对华“信息战”将会有所升级。而拜登认为美国在投资研发方面没有理由落后于中国，应该由美国来打造一个高科技的未来，同时避免一场由中国和俄罗斯制定数字时代规则的恶性竞争，认为与其试图迫使其他国家放弃使用中国高科技技术，不如由美国为其他市场提供可以在价格和产品功能上媲美的替代品。

图表 19：中美关系整理

日期	中美关系
2020年9月18日	美国商务部发布通告，称将于9月20日起开始对微信Wechat实施全面禁令，从11月12日起对Tiktok实施禁令细则
2020年9月15日	美国在5月15日下发的对华为芯片管制升级令正式生效，5家芯片供应商，台积电、高通、联发科、三星及SK海力士、美光等公司不再为华为供货。
2020年8月26日	美国国务院、商务部宣布将24家中国企业列入制裁“实体清单”，原因是这些企业“帮助中国军方在南海修建人工岛”。
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
2020年2月21日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第一次排除清单。
2020年2月1日	中国国务院关税税则委员会宣布按照防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情进口物资免税政策；已加征税款予以退还。
2020年1月15日	签署中美第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

来源：公共信息整理，国金证券研究所

中短期来看，中美关系面临的具体风险点主要源于制度和价值观之争，主要集中在一带一路和科技领域相关制裁、和伊朗、朝鲜有交易的金融机构、对南海、台海、东海巡航等挑衅行为等。从美国国家安全战略的历史演变历程看，“冷战”的结束是美国国家安全战略变迁的逻辑断点，后冷战时期主要蕴含了两条逻辑线，第一个是“不变的”的逻辑：外交原则保持理想主义和现实主义结合，理想主义是美国追求全球建立一个民主平等的价值观，而现实主义则是保持经济利益，主要通过构建一个以美国为导向的，联合价值观相同的国家，能够帮助美国在充分利用全球市场和资源的基础上，不断巩固和强化其经济优势。二是“变化”的逻辑：美中两国围绕贸易、投资和技术的争端越来越大，美国希

望通过“内部化”中国的同时，持续保持对中国的绝对经济和技术优势，所以在信息分享和科研合作等方面态度冷淡，推动中美经济“脱钩”。未来看，美国将会把矛头指向中国治理和执政党，作为打“中国牌”的核心重点，激化中美之战。

长期来看，中美贸易与美苏冷战时期存在明显不同，冷战思维可能是无效的。首先，和美苏企图消灭对方不同，当前尽管美国保持冷战思维，但中国仍然愿意与美方共同发展。其次，不同于二战后美国经济增速远高于苏联，当前中国经济增速超过美国，中国在全球经济中的比重不断上行。第三，中美融合度远高于美苏时期，即使美国企业产业链发生转移，中美两大国仍然在全球经济体系中运转，通过其他国家产生作为媒介也会产生间接性合作，无法发生大规模“脱钩”，除非全球多年构成的经济体系瓦解，或者是严重性发生军事冲突，但这两种可能发生的概率几乎为零。随着美国发现对抗中国成本日益上升时，这也意味着中美摩擦即将边际饱和，转向缓和。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；
2. 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
3. 大选前夕不确定因素上行，对资本市场形成较大影响。

创泽智能机器人集团主要产品



智能服务机器人



智能陪护机器人



安防巡检机器人



消毒机器人



智能党建机器人



智能教育机器人



智能导诊机器人



银行智能机器人



室外智能消毒机器人



多功能消毒机器人



全自动智能消毒杀菌机器人



智能医用消毒机器人



了解更多登录官网

www.chuangze.cn

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH