

## 【申银万国期货】初步结果拜登赢得大选，市场风险偏好延续回暖

2020 年 11 月 8 日

### 摘要：

- 本周美国大选过程跌宕起伏，开票初期特朗普一度在摇摆州占优，但随着几个关键摇摆州相继“翻蓝”，截至北京时间 11 月 8 号，多家美国媒体机构根据现有投票结果推算拜登已经获得超过半数的选举人票赢得美国总统大选。
- 最终结果仍未盖棺定论，由于竞选过程较为焦灼，目前特朗普尚未承认败选，未来可能将大选进一步拖入延续几周的司法诉讼并且要求部分州重新核实几个关键州的投票结果，极端情况下特朗普甚至最后会拒绝移交权力，但预计对最终结果影响有限。
- 直接性的市场影响方面，我们认为大选为短期市场的干扰因素。作为市场的一大不确定性因素，选举的明朗化将有助于不确定性的降低，使得市场风险偏好出现回升，并将市场的目光重新聚焦至美国的财政刺激法案以及疫情发展和经济复苏表现上，同时会加强市场对于通胀上升的预期。
- 风险点方面，由于民主党未能掌控两院，与原先市场预期的“拜登胜选+民主党掌握两党”的乐观形势而言有所打折，因此市场预期和最终结果存在一定的预期差。此外，大选出结果后有可能被拖入更长时间段的僵局。但特朗普通过法律等手段对最终竞选结果产生影响的可能性较小，预计该风险会伴随特朗普的相关言论对市场的短期波动性产生影响，在未出现大选舞弊等尾部风险的情况下，不会成为趋势性波动的驱动。
- 资产影响方面：权益市场短期受到风险偏好的回暖的提振。美元同样受到避险情绪的暂时性降温和即将到来的财政刺激的影响，在大选结果未再度出现反转的情况下可能延续弱势。人民币将继续受到美元疲软和中国摆脱疫情影响等利好的提振。不确定性的消除以及新一轮财政刺激的预期下黄金将进一步上行。原油方面拜登胜选可能使得原油承压。对于农产品、有色以及黑色系商品的影响更多的影响更多体现在市场情绪方面。

分析师：林新杰

从业资格号：F3032999

投资咨询号：Z0014722

电话：021-50586279

邮箱：linxj@sywgqh.com.cn

### 申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号  
 宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn





申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究



图 2：未完成计票摇摆州

摇摆州 来源：The Associated Press	 Biden	 Trump	
乔治亚州 16 张选举人票 · 开票百分比：99%	49.5% 2,463,889	49.3% 2,454,729	>
北卡罗来纳州 15 张选举人票 · 开票百分比：99%	48.7% 2,658,274	50.1% 2,733,645	>
亚利桑那州 11 张选举人票 · 开票百分比：90%	49.5% 1,630,127	49% 1,611,414	>

资料来源：The Associated Press，申万期货研究所

## 二、分裂议会或限制政策力度

需要注意的是，本次大选同样会改选参议院 100 席中的 35 席，其中 23 席原为共和党。原先市场预期民主党能够借此机会重新掌握参议院多数席位，形成“拜登当选+民主党掌握参众两院”的配置。但是按照目前的竞选局势，民主党在一些共和党较为弱势的席位中表现不如人意，参议院最后可能还是由共和党人占据。这将制约拜登上台的政策推行，譬如财政刺激计划的规模以及提高税收和加强监管等政策的实施。

从双方的政策分歧以及市场短期内比较关注的分歧点来看，主要聚焦于财政刺激及货币政策、对于能源行业的态度、税收和监管主张、外交策略等方面。以下为我们此前整理的关于两党一些政策分歧：

**表 1：美国两党政策分歧**

政策类别	民主党	共和党	申万点评
对华政策	并未单列出对华政策，分散在纲领的各部分。删除“一中原则”，保持对话“强硬立场”。	单独列出一项，名为“结束我们对中国的依赖”，包括：1、中国带回100万个制造业岗位；2、从中国带回岗位的公司实施税收抵免；3、对业务外流到中国的公司不予联邦相关合同；4、让中国对疫情扩散到全球负责。	尽管民主党删除“一中原则”似乎侵犯到中国的核心利益，但其实际行动仍需进一步观察；但特朗普对华强硬政策大概率将会延续。
经济政策	保护工人权利和创造就业、保障住房、促进经济公平、强化养老保障；政策要确保工薪家庭、小微企业和少数群体的利益。取消联邦政府2017年底推出的减税政策。强调“美国制造”，全球贸易体系未能兑现对美国工人的承诺；寻求将工人利益放在首位的贸易政策，但不会陷入“新冷战”陷阱。	10个月内创造1000万个工作岗位；增加100万个新的小企业；通过减税提高可支配收入，让岗位留在美国；制定公平贸易协议保护美国就业岗位；“美国制造”税收抵免，扩大就业机会；继续放松能源管制，实现能源独立。2020年底研制出疫苗；2021年回归正常等。	特朗普的经济政策更为明确，核心是促进制造业回流美国，税收政策或将保持宽松，贸易摩擦更频繁以实现该目的。拜登上任则会取消此前的减税政策，贸易摩擦短期大概率会减少。
外交政策	修复传统盟友关系，恢复伊核协议，支持解决巴以冲突的“两国方案”，负责任的方式结束战争。	“美国优先”：结束战争、撤回美军；让盟国支付合理的军费；保持、扩大美国领先的军力；消灭威胁美国的全球恐怖力量；建立强大的网络安全防御体系和导弹防御体系。	拜登主张对外关系，特别是与传统盟国关系回归从前，并修复伊朗等地区的关系；特朗普则继续全面强硬的立场，强化军事震慑，“武装到牙齿”。
民生政策	医疗：普及医保，新党纲提出降低药价、加强监管制药业等。种族：彻底改革刑事司法系统。	“Drain the swamp”，对付损害美国公民的全球性组织等；保护警察，结束非法移民，保护美国工人教育：让美国儿童都能上学，强调美国教育独特性医疗：降低处方药价、让医生和患者回归医疗体系，降低医疗保险金等。	种族问题上，特朗普坚定地维护“基本盘”需求，如白人、福音派等，少数群体、有色种族战略性放弃；拜登则更为迎合少数群体的需求。
其他政策	气候：尽快实现净零排放，2035年前消除发电厂碳污染；大幅扩大使用太阳能和风能；2030年前所有新建建筑温室气体净零排放。	太空部队、登月和火星载人探索计划，5G基建开启并在全球竞赛胜出。	特朗普的政策均为其“美国优先”、“美国重新伟大”服务；拜登则更为关注内政问题，更为面向年轻人和精英阶层。

1、**财政刺激和货币政策方面**，尽管特朗普更强调货币政策的宽松，但理论上央行政策是独立于政府的，而在当前由疫情引发的经济压力之下，无论哪方上台预计美联储极度宽松的货币政策都将延续。同样的，两党都将推行进一步的财政刺激政策，但民主党上台后对于推行更大规模财政刺激的预期将会更加强烈，因此通胀和利率上行的预期会更强。

2、尽管拜登上台意味着更大规模的财政刺激计划，但是其**加大税收和加强监管**的主张并不利于资本市场，但在民主党面临分裂议会的情况下，想要推行此类政策预计会有一定阻力，此类预期可能会被淡化。

3、**能源政策方面**，拜登对于新能源产业的支持态度或使得美股出现结构性的分化。并且其外交和抗疫策略会对原油造成一定负面影响。

4、**外交政策方面**，拜登相对于特朗普更加温和的外交策略将缓和市场的避险情绪，或在短期内不利于美元表现。倾向修复同伊朗和委内瑞拉关系或使得原油市场承压。

5、拜登作为传统政客，其政策和立场更易于被市场所预期及接受，这在当选初期将有利于市场风险偏好的提振。

### 三、市场影响及资产走向

直接性的市场影响方面，我们认为大选为短期市场的干扰因素。作为市场的一大不确定性因素，选举的明朗化将有助于不确定性的降低，使得市场风险偏好出现回升，并将市场的目光重新聚焦至美国的财政刺激法案以及疫情发展和经济复苏表现上，同时会加强市场对于通胀上升的预期。

当前尽管大选未来可能仍有变数，但市场已经进一步消化拜登入主白宫的可能性，避险情绪正在消散：美元指数开始下挫，美股本周连续四日上涨，黄金突破下行趋势线走高。但与此同时，市场同样面临以下风险点：

- 1、政策方面，当前美联储宽松的货币政策预期将得以延续，但是通过大规模财政刺激计划的可能性正在降低。按照目前形势，由于民主党可能不能通过此次大选重新掌握参议院，所以无论谁入主白宫，都将遭遇一个分裂的议会，政策推行遭遇阻力的尴尬局面。这与原先市场预期的“拜登胜选+民主党掌握两党”的乐观形势而言有所打折，因此市场预期和最终结果存在一定的预期差。
- 2、大选出现结果后有可能被拖入更长时间段的僵局。特朗普面对焦灼的竞选过程和一些州“尾盘”遭遇邮寄票逆转的情形并不会善罢甘休，会通过诉诸法律、社会冲突或重新点票等方式质疑大选结果，这将导致当前的大选不确定性增加并将大选时间进一步拉长。但特朗普通过法律等手段对最终竞选结果产生影响的可能性较小，预计该风险会伴随特朗普的相关言论对市场的短期波动性产生影响，在未出现大选舞弊等尾部风险的情况下，不会成为趋势性波动的驱动。
- 3、由于市场的乐观情绪基于短期市场不确定性的降低和对财政刺激的期待等预期之上，因而当预期落地后可能出现回调行情。此外疫情在欧美地区的升级和拜登可能采取的更加严厉的防疫措施会给美国经济造成压力。

#### 对于资产的影响：

- 1、权益市场短期受到风险偏好的回暖的提振，美股本周已经出现连续四日上涨。乐观氛围可能延续至财政刺激通过之后。但是财政刺激计划不及预期的可能性和疫情进一步的恶化将



限制权益市场的进一步上行。

- 2、**美元**同样受到避险情绪的暂时性降温和即将到来的财政刺激的影响，在大选结果未再度出现反转的情况下可能延续弱势。人民币将继续受到美元疲软和中国摆脱疫情影响等利好的提振。
- 3、同权益资产一样，近期**黄金**同样受到风险偏好回暖的提振，近期突破下行趋势性而走高。结果明朗化将有助于市场不确定性的消除并利于新一轮财政刺激的推出，虽然仍然存在反转的可能性，但短期不会改变市场预期。只要大选得出结果，不确定性的消除以及新一轮财政刺激的预期下黄金将进一步上行，而在美元疲软之际，一些风险需求。但由于以上所提到的风险点，能否持续走高还需观察。长期结构由于未来通胀上行的预期、经济未出现显著复苏、全球货币政策无限宽松等驱动使得黄金仍处于长期牛市之中。
- 4、**原油方面**，我们认为如果拜登当选，将在以下几个方面影响油价：首先拜登有可能更积极地应对新冠病毒疫情，将更有可能听取科学意见，并采取必要措施遏制和控制病毒。如果因防控病毒而进行封锁，对原油需求可能造成不利影响。其次拜登的增税措施会打击宏观需求，进一步导致油价的下跌。在国际关系上，拜登倡导更为和平的方式，其表态将会取消委内瑞拉和伊朗的制裁，重回伊朗核协议，预期这会推动约180万桶/产量的复苏。至于市场普遍担心其对传统能源的压制，我们认为短期而言拜登并不会出台对页岩油厂商的限制措施，环保问题将是疫情和经济复苏之后其所要面对的，所以我们认为拜登上台将会造成油价的下跌。如果特朗普当选，市场将会维持目前态势，同时情绪稳定后美国政府预计也会推出新的刺激政策，从而利好油价。最后我们需要关注目前竞选仍未完全结束，虽然拜登已经大幅领先，但考虑到特朗普在法律层面上的死缠烂打，这会对经济造成更大的不确定性，推迟刺激计划的出台，导致避险情绪升温，因此短期对油价较为看空。
- 5、**农产品方面**，拜登赢得大选使得市场预期中加关系可能转好，因此菜油表现相对较弱。但总体而言美国大选对农产品尤其豆类影响有限。首先中国在履行中美第一阶段协议购买美豆，最近购买美豆放慢步子了，是因为国内盘面压榨利润较差。无论哪个总统当选，中国购买美豆都是符合美国利益的。其次市场更加关注美豆的基本面，而不是哪个总统当选了，因为市场预期 usda11 月报告中下调单产，上调出口数量，而且最近南美虽然有降雨，但是播种进度仍偏慢，短期内天气改善程度不大，基本面偏利多。
- 6、**有色金属方面**，无论美国大选结果如何，大规模经济刺激方案是两党共识，另外加上宽松货币政策，美元将中长期延续弱势，美元与商品的负相关性将支撑有色金属价格。但也注意到，疲弱的美元一定程度上将促使人民币汇率走强，相对

不利于国内价格，因为中国有色金属产成品和矿产品很大比例依赖进口。另外大规模经济刺激方案中长期也有利于增加商品的需求，这也将增加有色金属需求。目前中国仍然是有色金属最大的生产国和需求国，中国宏观经济的未来变化对有色金属需求影响大于美国的影响。在美国大选结束后，市场关注的焦点将重回产业链的供求关系上，尤其是中国的供需变化。

- 7、**黑色系商品**方面，美国大选结果对黑色系而言情绪上的影响大于对基本面的影响，且并非目前的主要矛盾。总的来说，若拜登当选，或将采取比前期更加严格的防疫措施，对短期内我国的钢材产品出口产生一定的负面冲击，但由于我国出口至美国的占比较小，影响并不会很大。而若大选结果出现推迟公布的情况，市场不确定性将有所抬升，打压整体市场的投机情绪。

## 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。