

国会分化，市场回暖

Todd Mattina, 博士
高级副总裁、首席经济学家，
投资组合经理，团队联合主管
万信多元化资产策略团队

Jules Boudreau, 文学硕士
经济学家
万信多元化资产策略团队

免责声明：本评论可用信息于2020年11月9日前获取。

要点

- 乔·拜登已当选总统，根据预测，民主党还有四分之一的胜算能在一月获得参议院的控制权。
- 短期内仍可能实行针对疫情的财政刺激措施，虽然疫苗有效的消息可能弱化效果，且更取决于经济发展情况。但是，即便是大打折扣，民主党的刺激政策提案仍将拉动总需求。
- 笔者认为，两党分化的美国国会将促使白宫通过一些有利政策，同时阻拦一些不利于长期经济增长的政策。

乔·拜登已当选美国第46任总统，但与选举前民意调查和市场预测相悖，“蓝色浪潮”并未到来。拜登将轻松获得270以上的选举人选票，但他在摇摆州的获胜概率微乎其微。民主党在众议院失势，共和党很可能还将赢得参议院。特朗普对选举提出了异议，其团队正提出诉讼，但不太可能扭转选举结果。

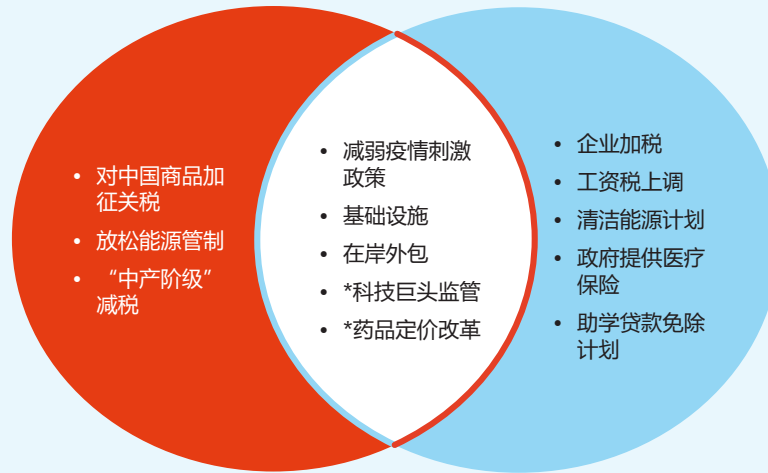
参议院选举尚未结束，乔治亚州的两席将在一月最终决定其归属。民主党必须两票全赢，才能将选票扳平到50-50，届时候任副总统贺锦丽将有权作出最终抉择。市场预测民主党最终赢得参议院控制权的几率为四分之一¹，届时形成政策僵局的概率会减小。但即便打成50-50，参议院也不一定会采纳拜登的经济计划，因为一向温和的民主党参议员很可能希望控制支出增长，限制增税。共和党议员阻挠议事的威胁也会迫使民主党在50-50的参议院中妥协，众议院较少的多数票也会对其起到遏制作用。

评判政策规划的标准不应局限于量化的经济影响。但即便从这种狭隘的角度衡量，拜登计划里的好几点都可能对长期经济增长产生负面影响。两党分化的国会将降低实施这些政策的可能性。

图1展示了共和党和民主党在2020年大选中各自的首要政策。重叠部分是有可能获得共和党参议院支持的拜登政策，其中之一就是针对新冠疫情的刺激法案，笔者认为在接下来几个月这一法案可能得以落实。

图1 可能获得共和党参议院支持的拜登政策主张

(特朗普政策规划vs拜登政策规划)



备注：红色圆圈表示共和政策，蓝色圆圈表示民主政策。重叠部分可能是获得两党支持的政策。带*的是合作可能性不大但仍有可能的政策。详情见正文。数据来自www.joebiden.com、www.donaldjtrump2020.com、牛津经济研究院、Cornerstone以及《经济学人》。

短期内疫情刺激政策或将缩水，但可能性越来越小

关于民主党大获全胜有益于美国经济的说法，主要依据在于民主党正加速推行的重磅疫情刺激计划。美国经济从疫情中恢复的速度快于预期，但近几个月又出现了放缓迹象。疫情加速传播或将进一步压制消费和就业，因此美国更加需要刺激计划来拉动总需求增长。选举前，市场似乎对于即将实行刺激政策的迹象表示欢迎。

民主党推行的计划远比共和党慷慨。民主党控制的众议院最近通过的计划包含2.2万亿美元的新支出，这与他们最开始提出的3万亿美元相比已经是种妥协了，但仍高于白宫10月9日提出的1.8万亿美元，特别是参议院6.5亿美元的“瘦身”提案。一方面，两党似乎都同意疫情提案中1200美元支票的措施，这是企业薪酬保护计划以及航空公司支持计划的延伸。另一方面，共和党反对民主党资助地方和州政府支出、每周600美元的额外失业救济金，以及扩大劳动所得税扣抵制的提议。

总体而言，疫苗有效的消息自周一宣布后，通过高额刺激计划的可能性就变小了，如果民主党没能在一月把参议院选票扳平到50/50，可能性就更小了。虽然短期内，在实现疫苗大范围接种之前，疫情仍将破坏经济。但只要仍有希望，共和党很可能对疫情高额支出计划保持沉默，因为他们担心国家债务会因疫情而迅速上升。笔者认为，通常在实施高额财政刺激计划时，共和党往往表现被动，等有明确的经济和市场恶化迹象出现时才会采取行动。这则消息的出现，使得共和党在接下来几个月下决心的可能性更小了，即便他们点头，刺激计划的规模也会缩小。但为了刺激经济发展，还是迫切需要向共和党提出的金额和范围靠拢。正如两党达成一致的政策一样，特别是刺激支票和薪酬保护计划，这些都是刺激国内需求增长的关键动力。

共和党参议院压制不利于增长的政策

长期来看，就促进长期经济增长而言，拜登的经济计划是个大杂烩。笔者认为，两党分化的国会将促使新一届政府通过一些短期有利政策，同时阻拦一些可能不利于长期增长的政策。

基础设施投资是两党合作希望较大的领域。精心设计的基础设施规划将刺激企业投资，拉动长期生产力，特别是当共和党的反对使得那些成效更差，且有挤出私人消费风险的政策难以实施时，这种效果将更加明显。

特朗普离开白宫后，贸易政策将更加友好可控。虽然不指望拜登入主白宫后会完全回到特朗普上任前的自由贸易政策，但至少不会由于错误地归因美国贸易赤字，而对加拿大、墨西哥、欧洲和日本等贸易盟友收取新的关税。拜登对移民的积极态度，也将促进创新和增长，虽然增加移民数量，以及授与非公民国籍的权力属于国会。为了发展在岸外包业务，拜登的经济计划确实包含一些保护主义措施，这可能获得共和党支持。但由于这些措施将大部分联邦政府采购重新投向了地方供应商，对经济增长应该会产生积极影响。

另一方面，如果共和党控制参议院，民主党大幅提升公司税的希望可能会破灭。资本税增加后，投资回报就会减少。从长期来看，这意味着资本总额将减少，也就是说单个工人产量将降低，实际工资将下降。说到底，公司税若上调，则很大程度上可能会对劳动力造成压力。经济研究机构税务基金会预计，拜登的公司税计划将使长期GDP收缩至少1.5%。²此外，“蓝色浪潮”可能放大科技巨头公司和药企监管趋严所带来的风险，还可能抑制美国经济中最有活力、增长最快行业的投资。对药品定价和科技巨头行为加强控制，也是特朗普的政策目标之一。所以在这点上也有可能形成两党合作，但这类监管措施与“传统的”共和党自由市场意识相悖。

共和党参议院应控制总体公共支出，减少赤字，限制政府债务水平。随着医疗保障支出增加，资金紧张的社会保障计划可能需要政府支持，国会预算办公室预测，未来将出现大额结构性赤字，且将不断扩大。由于税负预期上升，政策不确定性增加，公共负债长期内将抑制企业投资。由于债务累积会限制未来在危机时刺激财政的空间，宏观经济风险也将随之加剧。

蓝色浪潮所推行的税务、赤字和监管法规，所带来的最大风险并非对生产造成一次性冲击，从而降低国民收入的预期水平，而是将拉低长期经济增长速度。在复合作用下，经济增速的小幅下降，都会造成长期的生产衰退和幸福感下降。

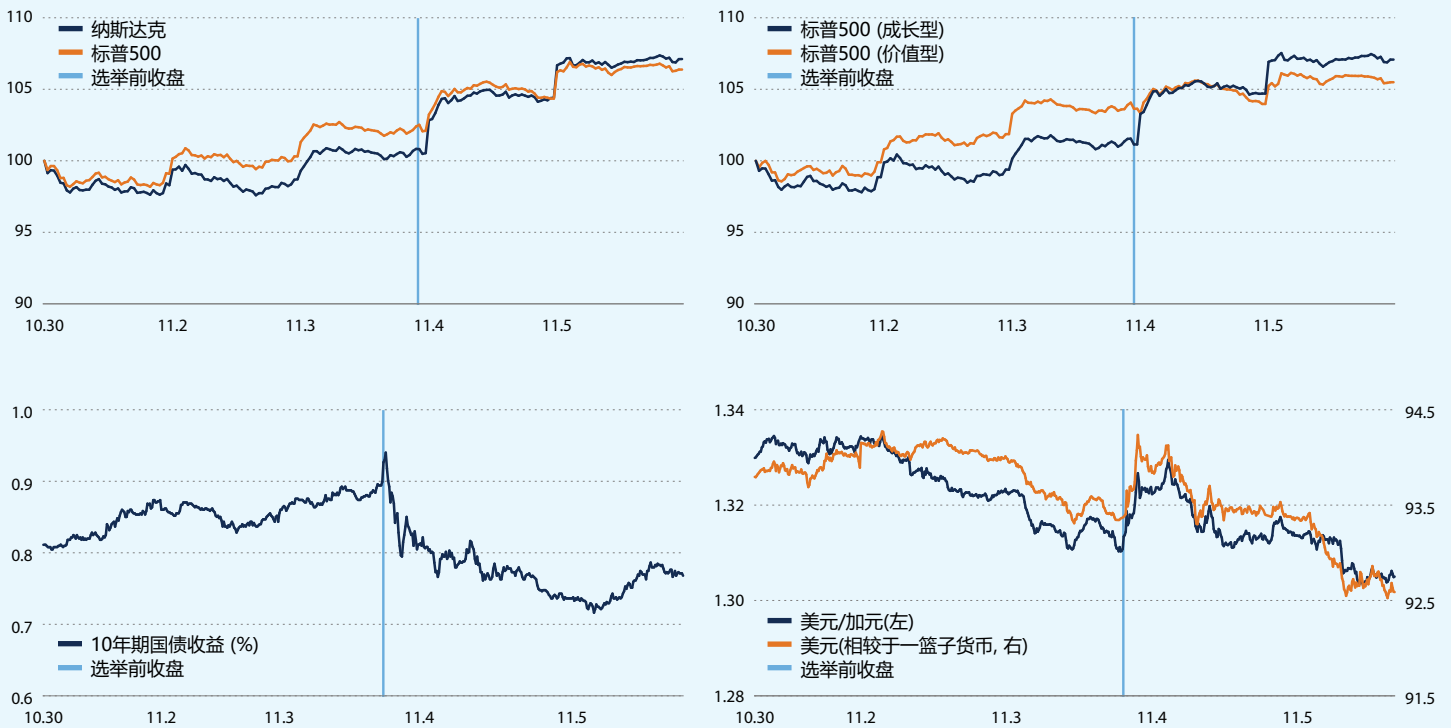
面对僵局，市场反应积极

图2表明，面临可能到来的拜登获胜、国会分裂的结果，市场总体反应积极。相比于民主党大获全胜的情形，预计通胀将更低，未来美联储利率上扬可能性更小，国债发行量将更少，投资收益也因此下降。

² 税务基金会，《民主党总统候选人乔·拜登的税务提案详情与分析》，2020年9月29日，<https://taxfoundation.org/joe-biden-tax-plan-2020/>

图2 美国政府两党分化预期下，金融市场呈现反弹

(大选前后金融数据)



备注：数据来自彭博、标普500、纳斯达克、标普500（成长型）和标普500（价值型），统一基准100，时间为9月30日开盘时。标普500（成长型）是标普500中具有“增长”特点的股票指数，标普500（价值型）是标普500中具有“价值”特点的股票指数。不属于这两类的股票则同时计入两类指数。

眼见国会两党分化将成事实，面对选举结果，选举前市场更青睐价值型而非成长型的立场有所动摇。在选举准备阶段，市场预测民主党将以压倒优势取胜，投资者以更高的基准国债收益率定价，而对周期敏感的价值型股票表现优于成长型股票。如果拜登入主白宫，国会两党分化，那么更低的公司税、更低的投资收益，以及可能出现的长期经济增长加快，则会对成长型股票（纳斯达克以及标普500的成长股）带来积极影响。摩根士丹利预计，拜登的增税提案一旦实施，标普500收益将永久下跌9%，受影响最大的将是科技股。³相对而言，价值型股票表现更差，但还是有所上涨，这与缩水版疫情提案仍将刺激总需求增长预期相符。

基于对大选结果和市场反应的预测，投资者在掌握资产市场节奏方面面临挑战，上周愈发明显。对于长期投资者而言，笔者认为更可靠的策略是持有一个均衡的投资组合，资产类别、地理位置和币种应多元化，但前提是对未来各种潜在的经济和市场情形保持一定的敏感度。

³ 摩根士丹利，《公司税：蓝党提案分析》，2020年8月6日

中文译本只供参考，以英文版为准。

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with mutual fund investments. Please read the prospectus before investing. Mutual funds are not guaranteed, their values change frequently and past performance may not be repeated.

This document may contain forward-looking information which reflect our or third party current expectations or forecasts of future events. Forward-looking information is inherently subject to, among other things, risks, uncertainties and assumptions that could cause actual results to differ materially from those expressed herein. These risks, uncertainties and assumptions include, without limitation, general economic, political and market factors, interest and foreign exchange rates, the volatility of equity and capital markets, business competition, technological change, changes in government regulations, changes in tax laws, unexpected judicial or regulatory proceedings and catastrophic events. Please consider these and other factors carefully and not place undue reliance on forward-looking information. The forward-looking information contained herein is current only as of November 9, 2020. There should be no expectation that such information will in all circumstances be updated, supplemented or revised whether as a result of new information, changing circumstances, future events or otherwise.

The content of this document (including facts, views, opinions, recommendations, descriptions of or references to, products or securities) is not to be used or construed as investment advice, as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, or an endorsement, recommendation or sponsorship of any entity or security cited. Although we endeavour to ensure its accuracy and completeness, we assume no responsibility for any reliance upon it.