

國會分化，市場回暖

Todd Mattina, 博士
高級副總裁、首席經濟學家，
投資組合經理，團隊聯合主管
萬信多元化資產策略團隊

Jules Boudreau, 文學碩士
經濟學家
萬信多元化資產策略團隊

卸責聲明：本評論可用資訊於2020年11月9日前獲取。

要點

- 喬·拜登已當選總統，根據博彩市場賠率，民主黨還有四分之一的勝算能在一月獲得參議院的控制權。
- 短期內仍可能實行針對疫情的財政刺激政策措施，雖然疫苗有效的消息可能弱化效果，且更取決於經濟發展情況。但是，即便是打了折扣，民主黨的刺激提案仍將拉動總需求。
- 筆者認為，兩黨分化的美國國會將促使白宮通過一些有利政策，同時阻攔一些不利於長期經濟增長的政策。

喬·拜登已當選美國第46任總統，但與選舉前民意調查和市場預測相悖，“藍色浪潮”並未到來。拜登將輕鬆獲得270以上的選舉人選票，但他在搖擺州的獲勝概率微乎其微。民主黨在眾議院失勢，共和黨很可能還將贏得參議院。特朗普對選舉提出了異議，其團隊正提出訴訟，但不太可能扭轉選舉結果。

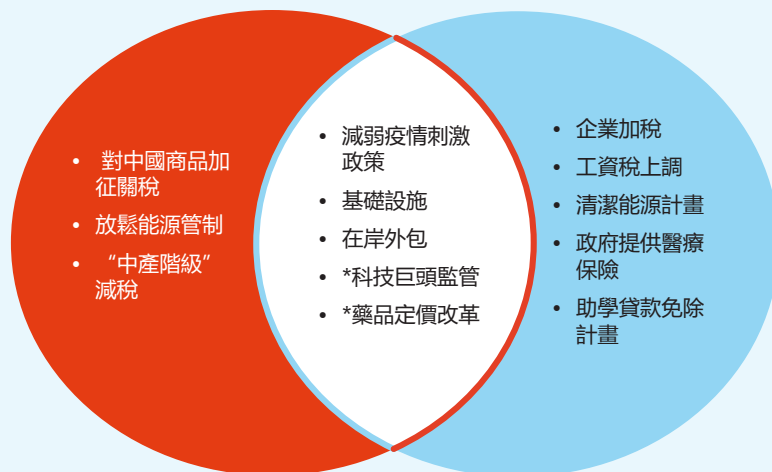
參議院選舉尚未結束，喬治亞州的兩席將在一月最終決定其歸屬。民主黨必須兩票全贏，才能將選票扳平到50-50，屆時候任副總統賀錦麗將有權作出最終抉擇。市場預測民主黨最終贏得參議院控制權的幾率為四分之一¹，屆時形成政策僵局的概率會減小。但即便打成50-50，參議院也不一定會採納拜登的經濟計畫，因為一向溫和的民主黨參議員很可能希望控制支出增長，限制增稅。共和黨議員阻撓議事的威脅也會迫使民主黨在50-50的參議院中妥協，眾議院較少的多數票也會對其起到遏制作用。

參議院選舉尚未結束，喬治亞州的兩席將在一月最終決定其歸屬。民主黨必須兩票全贏，才能將選票扳平到50-50，屆時候任副總統賀錦麗將有權作出最終抉擇。市場預測民主黨最終贏得參議院控制權的幾率為四分之一，屆時形成政策僵局的概率會減小。但即便打成50-50，參議院也不一定會採納拜登的經濟計畫，因為一向溫和的民主黨參議員很可能希望控制支出增長，限制增稅。共和黨議員阻撓議事的威脅也會迫使民主黨在50-50的參議院中妥協，眾議院較少的多數票也會對其起到遏制作用。

圖1展示了共和黨和民主黨在2020年大選中各自的首要政策。重疊部分是有可能獲得共和黨參議院支持的拜登政策，其中之一就是針對新冠疫情的刺激法案，筆者認為在接下來幾個月這一法案可能得以落實。

圖1 可能獲得共和黨參議院支持的拜登政策主張

(特朗普政策規劃vs拜登政策規劃)



備註：紅色圓圈表示共和黨政策，藍色圓圈表示民主黨政策。重疊部分是可能獲得兩黨支援的政策。帶*的是合作可能性不大但仍有可能的政策。詳情見正文。資料來自www.joebiden.com、www.donaldjtrump2020.com、牛津經濟研究院、Cornerstone以及《經濟學人》。

短期內疫情刺激政策可能縮水，但可能性越來越小

關於民主黨大獲全勝有益於美國經濟的說法，主要依據在於民主黨正加速推行的重磅疫情刺激計畫。美國經濟從疫情中恢復的速度快於預期，但近幾個月又出現了放緩跡象。疫情加速傳播或將進一步壓制消費和就業，美國因此更加需要刺激計畫來拉動總需求增長。選舉前，市場似乎對於即將實行刺激政策的跡象表示歡迎。

民主黨推行的計畫遠比共和黨慷慨。民主黨控制的眾議院最近通過的計畫包含2.2萬億美元的新支出，這與他們最開始提出的3萬億美元相比已經是種妥協了，但還是比白宮10月9日提出的1.8萬億美元要高，特別是參議院6.5億美元的“瘦身”提案。一方面，兩黨似乎都同意疫情提案中1200美元支票的措施，這是企業薪酬保護計畫以及航空公司支持計畫的延伸。另一方面，共和黨反對民主黨資助地方和州政府支出、每週600美元的額外失業救濟金，以及擴大勞動所得稅扣抵制的提議。

總體而言，疫苗有效的消息自週一宣佈後，通過高額刺激計畫的可能性就變小了，如果民主黨沒能在一月把參議院選票扳平到50/50，可能性就更小了。雖然短期內，在實現疫苗大範圍接種之前，疫情仍將破壞經濟，但只要仍有希望，共和黨很可能對疫情高額支出計畫保持沉默，因為他們擔心國家債務會因疫情而迅速上升。筆者認為，通常在實施高額財政刺激計畫時，共和黨往往表現被動，等有明確的經濟和市場惡化跡象出現才採取行動。這則消息的出現，使得共和黨在接下來幾個月下決心的可能性更小了，即便他們點頭，刺激計畫的規模也會縮小。但為了刺激經濟發展，還是迫切需要向共和黨提出的金額和範圍靠攏。正如兩黨達成一致的政策一樣，特別是刺激支票和薪酬保護計畫，這些都是刺激國內需求增長的關鍵動力。

共和黨參議院壓制不利於增長的政策

從長期來看，就促進長期經濟增長而言，拜登的經濟計畫是個大雜燴。筆者認為，兩黨分化的國會將促使新一屆政府通過一些短期有利政策，同時阻攔一些可能不利於長期增長的政策。

基礎設施投資是兩黨合作希望較大的領域。精心設計的基礎設施規劃將刺激企業投資，拉動長期生產力，特別是當共和黨的反對使得那些成效更差，且有擠出私人消費風險的政策難以實施時，這種效果將更加明顯。

特朗普離開白宮後，貿易政策將更加友好可控。雖然不指望拜登入主白宮後會完全回到特朗普上任前的自由貿易政策，但至少不會由於錯誤地歸因美國貿易赤字，而對加拿大、墨西哥、歐洲和日本等貿易盟友收取新的關稅。拜登對移民的積極態度，也將促進創新和增長，雖然增加移民數量，以及授與非公民國籍的權力屬於國會。為了發展在岸外包業務，拜登的經濟計畫確實包含一些保護主義措施，這可能獲得共和黨支持。但由於這些措施將大部分聯邦政府採購重新投向了地方供應商，對經濟增長應該會產生積極影響。

另一方面，如果共和黨控制參議院，民主黨大幅提升公司稅的希望可能會破滅。資本稅增加後，投資回報就會減少。從長期來看，這意味著資本總額將減少，也就是說單個工人產量將降低，實際工資將下降。說到底，公司稅若上調，則很大程度上可能會對勞動力造成壓力。經濟研究機構“稅務基金會”預計，拜登的公司稅計畫將使長期GDP收縮至少1.5%。²此外，“藍色浪潮”可能放大科技巨頭公司和藥企監管趨嚴所帶來的風險，還可能抑制美國經濟中最有活力、增長最快行業的投資。對藥品定價和科技巨頭行為加強控制，也是特朗普的政策目標之一。所以在這點上也有可能形成兩黨合作，但這類監管措施與“傳統的”共和黨自由市場意識相悖。

共和黨參議院應控制總體公共支出，減少赤字，限制政府債務水準。隨著醫療保障支出增加，資金緊張的社會保障計畫可能需要政府支援，國會預算辦公室預測未來將出現大額結構性赤字，且將不斷擴大。由於稅負預期上升，政策不確定性增加，公共負債長期內將抑制企業投資。由於債務累積會限制未來在危機時刺激財政的空間，宏觀經濟風險也將隨之加劇。

藍色浪潮所推行的稅務、赤字和監管法規，所帶來的最大的風險並非對生產造成一次性衝擊，從而降低國民收入的預期水準，而是將拉低長期經濟增長速度。在複合作用下，經濟增速的小幅下降，都會造成長期的生產衰退和幸福感受下降。

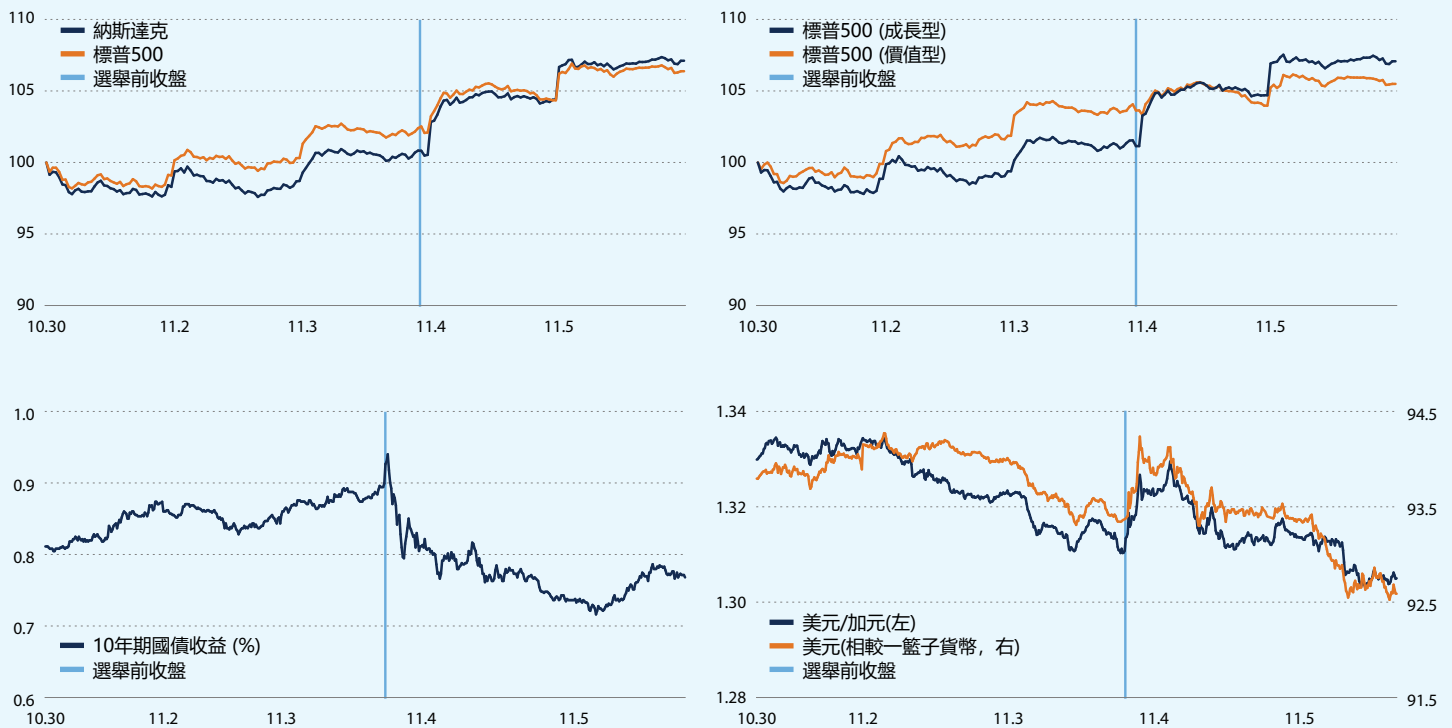
面對僵局，市場反應積極

圖2表明，面臨可能到來的拜登獲勝、國會分裂的結果，市場總體反應積極。相比於民主黨大獲全勝的情形，預計通脹將更低，未來美聯儲利率上揚可能性更小，國債發行量將更少，投資收益也因此下降。

² 稅務基金會，《民主黨總統候選人喬·拜登的稅務提案詳情與分析》，2020年9月29日，<https://taxfoundation.org/joe-biden-tax-plan-2020/>

圖2 美國政府兩黨分化預期下，金融市場呈現反彈

(大選前後金融資料)



備註：資料來自彭博、標普500、納斯達克、標普500（成長型）和標普500（價值型），統一基準100，時間為9月30日開盤時。標普500（成長型）是標普500中具有“增長”特點的股票指數，標普500（價值型）是標普500中具有“價值”特點的股票指數。不屬於這兩類的股票則同時計入兩類指數。

眼見國會兩黨分化將成事實，面對選舉結果，選舉前市場更青睞價值型而非成長型的立場有所動搖。在選舉準備階段，市場預測民主黨將以壓倒優勢取勝，投資者以更高的基準國債收益率定價，而對週期敏感的價值型股票表現優於成長型股票。如果拜登入主白宮，國會兩黨分化，那麼更低的公司稅、更低的投資收益，以及可能出現的長期經濟增長加快，則會對成長型股票（納斯達克以及標普500的成長股）帶來積極影響。摩根士丹利預計，拜登的增稅提案一旦實施，標普500收益將永久下跌9%，受影響最大的將是科技股。³相對而言，價值型股票表現更差，但還是有所上漲，這與縮水版疫情提案仍將刺激總需求增長的預期相符。

基於對大選結果和市場反應的預測，投資者在掌握資產市場節奏方面面臨挑戰，上周愈發明顯。對於長期投資者，筆者認為更可靠的策略是持有一個均衡的投資組合，資產類別、地理位置、幣種應多元化，但前提是對未來各種潛在的經濟和市場情形保持一定的敏感度。

3 摩根士丹利，《公司稅：藍黨提案分析》，2020年8月6日

中文譯本只供參考，以英文版為準。

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.