

## 主題 | 拜登施政藍圖對市場有什麼影響？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

### 核心觀點

到8月為止美股的走勢似乎仍然利好特朗普，但是如果將受惠拜登和特朗普政策的股票分成兩組進行對比，其實股市近幾個月以來似乎押注拜登的勝出。

美國大選進入最後兩個月的倒計時，拜登和特朗普兩位候選人的競選綱領相繼公佈。特朗普以「為你而戰」(Fight for You) 為主題，繼續堅持「美國優先」政策，降低對中國依賴，對將工作撤回美國的企業減稅，重啟經濟以及放鬆金融監管等，基本是老生常談；而拜登主張幾乎與特朗普在每一個層面都背道而馳，更成為資本市場的關注點，也可能主導接下來幾個月金融市場風向。

首先是逆轉特朗普減稅方案的稅收政策，也是市場最為擔憂的一點，仍然體現拜登對高收入人群以及企業加稅的主張，具體包括將個人所得稅的最高級別稅率從37%調回到39.6%，企業所得稅稅率從當前的21%上調至28%，以及大幅提高投資者的資本利得稅，同時還有將遺產稅恢復到歷史水準。

在向富人加徵稅的同時，拜登還嘗試拉攏低收入及中產群體，一是年收入40萬美元以下的個稅不會上調，二是提高最低工資標準到15美元一小時，但預計在五年內才實現。通過增加徵稅縮小貧富差距也是桑德斯等人得到支持的重要原因。今年疫情快速擴大貧富差距，即使特朗普連任也可能會考慮採用措施縮小，畢竟這些私人財富實際是國家債務帶來的。

就企業稅而言，分析師們對拜登目前加稅幅度給整體企業盈利的負面影響預估，樂觀的有不到1%，相對悲觀的大概是10%，一方面名義稅率不至於上調到以前的35%，對企業的有效稅率增加的影響相對溫和。此外，市場預期的美元弱勢會彌補一部分美國企業盈利的缺口。而在目前經濟仍疲弱的情況下，即使上任後的加稅幅度也未必符合競選所宣稱的，實施時間點也可能是經濟回到軌道上之後的明年底或者更晚時間，不過市場還是有機會提前對此做出反應。

從板塊上來看，除了公用事業企業可以將成本轉嫁到消費端以外，其他板塊的企業幾乎毫無意外都會受到負面影響，通信服務和必需品消費板塊相對較小，工業、金融等影響較大，歷來平均稅率較高的能源板塊尤其不利。這剛剛好與特朗普四年前贏得大選後不久的情況相反，當時週期性板塊在大選後反彈表現較好，防禦型和成長型股票跑輸大盤。

在財政支出方面，拜登欲在第一個任期內推出2萬億美元的基建計畫，放棄了之前的10年1.3萬億基建計畫而採用了桑德斯的。在大幅增加對港口、水利設施等傳統基建投資的同時，還將啟動「清潔能源革命」，大力推行可持續發展。這一點與特朗普完全相反，當然，這也是對傳統能源行業的明顯不利。

在應對新冠疫情及醫療政策方面，拜登與特朗普也不盡相同，計畫在疫情結束前施行有效控制，甚至不排除再度封鎖，以及恢復當年奧巴馬的平價醫保計畫。不過二者都希望將藥品供應鏈帶回美國本土。目前來看，民主黨應該會對醫藥定價、醫保改革以及行業監管都會動作更大，也會對醫療板塊產生長遠影響。

此外，拜登對科技及金融業的加強監管，也是未來可能最影響股票市場的政策之一。就大家尤為擔心的科技企業來看，最大的風險可能並非來自於稅率的上調，而是對於反壟斷政策的真正施行。收入集中在本土的小型科技企業受到稅率調整影響比較大，但對於科技巨頭的海外避稅方式受到影響較小。特朗普當年稅率的降低也並沒有給跨國科技企業的有效稅率產生太大影響，而是其減稅計畫中將海外現金儲備帶回美國的優惠稅率政策給科企帶來了實實在在的好處，間接刺激到大企業的股票回購行為，進而反映到股價。

那反壟斷以及資訊隱私政策的改變，可能會對部分科技企業產生更大影響，通常來說，在民主黨執政時期對大型企業的反壟斷監管會多一些，但就目前來看，實際的政策態度還不明確，民主黨內溫和派和偏左的對於科技企業不太一致，在這一點上還很難判斷。

對於金融業的加強監管角度，雖然特朗普一直希望放鬆金融危機以來對銀行的監管措施，但實際上落到實處的沒有多少。而業內的更多討論是如何監管整個金融行業，不僅僅是針對大銀行，而是以何種方式將對沖基金、資產管理公司等杠杆較高的金融機構進行合理監管。

那拜登與特朗普比較一致的主張中，一是將製造業和產業鏈帶回美國本土，那二呢，可能就是對華政策。特朗普還是拜登都可能在競選期間繼續打「中國牌」抹黑中國，但總統競選前後的言行不一再正常不過。而拜登作為資深政客，對政治言論和實際手段之間的技巧運用可能更瞭若指掌，行事風格也不太可能像特朗普不按常理出牌，中美關係雖然很難恢復正常化，但有機會緩和。

儘管民調及博彩資料參差，但市場似乎已經 price in 拜登當選的情況，預期拜登的加稅政策及增加聯邦支出以刺激經濟的政策可能拖累美元，加上美聯儲如期調整政策框架，令影響外匯市場的不確定因素又減少了一個，美元指數接近上一次大選以來的最低點。

而近幾天人民幣漲勢繼續，人民幣兌美元接近 16 個月高點，在中美貿易協定評估和美聯儲政策框架調整這兩個關鍵風險弱化後，做多情緒明顯釋放。短期人民幣看多情緒可能進一步累積，有機會出現一輪「補漲」，超預期幅度的升值也是有可能的。

如果以股票市場的「傳統智慧」（大選投票日前 3 個月，股價上漲則有利於在任黨派的候選人，下跌則反之），到 8 月為止美股的走勢似乎仍然利好特朗普，但是如果將受惠拜登和特朗普政策的股票分成兩組進行對比，其實股市近幾個月以來似乎押注拜登的勝出。這其中一項研究是通過比較受惠不同候選人政策的一籃子股票的吸引力，技術操作上是看漲期權的與看跌期權的隱含波動率比值來衡量，顯示市場隱性地相信拜登的機會更大。接下來的時間，尤其是歷史上月份表現不太好的 9 月，市場可能會給我們提供更多「指引」。

---

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。