

# 諾亞研究

2020年10月6日

主題 | 誰當美國總統，主要經濟指標更好？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

多數人認為特朗普或者共和黨治理下的美國經濟表現更好，但其實戰後共和黨治理下的主要經濟指標，都要顯著差於民主黨。

全球股市在10月5日表現不錯，一方面，特朗普確診之後，康復情況看上去不錯，一切順利的話可以在10月5日或6日出院。另外一方面，中國國慶期間消費和旅遊數據喜人，令市場憧憬亞太地區經濟可以提前復蘇，並帶動世界經濟增長。

特朗普新冠確診，美國大選的「十月驚奇」提前出現，令大選結果充滿懸念，接下來還可能出現更多的意外。不過，作為投資者，我們最終需要關心的接下來四年，美國經濟的表現如何？特朗普和拜登，到底誰是美國經濟更好的大統領？

眾所周知，拜登的民調支持率一直高於特朗普，但民調也顯示，更多人認為特朗普在經濟治理上的優勢要大於拜登。無論是2016年還是今年的競選，特朗普都反復強調自己是商人，更懂經濟。

與此同時，這些年共和黨給人留下的印象是親近商界，強調效率，應該更擅長把經濟這塊餅做大，而民主黨強調公平，更擅長分餅。因此，多數人認為特朗普或者共和黨治理下的美國經濟表現更好。

然而，這種印象卻與事實嚴重不符。作為商人，特朗普算不算得上成功見仁見智，但他過去曾經多次瀕臨破產。而從納稅記錄來看，他的企業集團虧損大於盈利，以至於他不僅個人所得稅一度低至750美元（恐怕比我在美國讀書期間的繳稅還低），而且一直拒絕披露納稅記錄。

更加出乎意料和難以讓人相信的是，戰後共和黨治理下的主要經濟指標，都要顯著差於民主黨。這一事實在經濟界廣為人知，2014年，普林斯頓大學兩位經濟學家 Alan Blinder 和 Mark Watson 將這一事實挖掘得更加深入。

美國季度GDP資料開始於1947年，從杜魯門第二任期到奧巴馬的第一任期結束，美國實際GDP年增長率平均值為3.33%，而這個指標在七個民主黨和九個共和黨總統任期內分別為4.33%和2.54%，前者明顯好於後者。

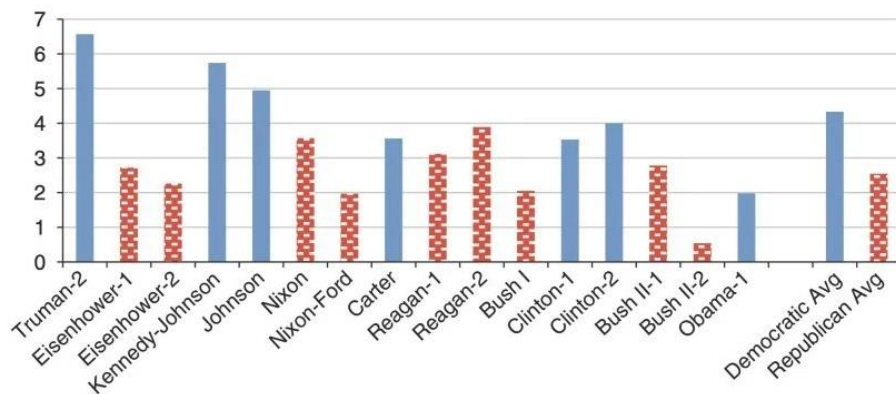


FIGURE 1. AVERAGE ANNUALIZED GDP GROWTH BY TERM

有意思的是，一旦出現總統的政黨交替，那麼共和黨上任，經濟就變差，而民主黨總統上任，經濟就變好，在特魯門到奧巴馬期間無一例外。

例外發生在特朗普上任的前三年，實際 GDP 平均增長率 2.58%，好於奧巴馬的第二任期的 2.19%。但是，假如算上今年美國預期的-3.2%的經濟增長率，特朗普任內 4 年的平均 GDP 增速就只有 1.13%，仍然不如奧巴馬的第二任期。

我們再來看看其他截止到奧巴馬第一任期結束時經濟資料。相對共和黨，民主黨總統任內，平均失業率低 0.38 個百分點，企業利潤年平均增長率高出 0.87 個百分點，工資的年平均增長率高出 0.35 個百分點，衡量勞動和資本貢獻之外的生產率年均增長率高出 1.05 個百分點。

在資本市場上，標普 500 指數在民主黨總統期間年均收益率高達 8.35%，而共和黨總統期間只有 2.7%。這些指標差異大部分是在統計意義上顯著的。

在新冠疫情出現前，特朗普經常誇耀自己任內的經濟表現是史上最佳，實際上，他在主要經濟指標上都輸給了奧巴馬，美國新聞媒體不得不反復進行事實驗證，告訴大家特朗普的自我表彰不符合事實。

以股市表現為例，奧巴馬兩個任內，標普年平均收益率是 12.45%，第二任期的數字是 12.43%，而特朗普前三年任內標普的年平均收益率 14.02%雖然更高，但算上今年截止到目前 3.64%收益率，平均收益率就降到 11.43%，就不及奧巴馬任期內的成績。

指標	民主黨	共和黨	差異
國內生產總值 (年均增長率)	4.33	2.54	1.79
失業率 (百分比)	5.64	6.01	-0.38
企業利潤 (年均增長率)	5.61	4.74	0.87
工資 (年均增長率)	1.78	1.43	0.35
生產率 (年均增長率)	1.89	0.84	1.05
標普 500 指數 (年均增長率)	8.35	2.70	5.65

我們還可以看看其他經濟指標，例如非農商業的產出、企業僱傭時間、每小時產出、財政赤字佔 GDP 比重、通脹率、以及通脹率變化，都是民主黨總統成績優於共和黨總統。

如果這些指標還不夠讓大家信服，那我們再來看看經濟蕭條出現的時期。從杜魯門到奧巴馬第一任期一共 256 個季度，民主黨和共和黨總統執政期分別是 112 和 144 個季度，而出現經濟衰退的 49 個季度裡，民主黨佔了 8 個，共和黨佔了 41 個。算上奧巴馬第二任期和特朗普，民主黨的衰退季度不變，共和黨變成了 43 個，並且可能在今年底變成 44 個。

這個差距實在是太明顯了，以至於經濟學家會說，美國經濟衰退幾乎總是發生在共和黨總統執政時期，除了今年因為疫情引發的衰退，大家記憶最鮮明的應該就是 2008-2009 年的大衰退，而這是由 2007-2008 年的金融危機引發的，當時的總統是共和黨的小布殊。

前面說的這些經濟指標都是 1947 年之後有明確統計的，如果回到 1947 年之前，經濟史家估算了 1875 年第一季度到 1947 年第一季度一共 72 年 288 個季度的經濟增長資料，結果發現，民主黨和共和黨總統執政期分別是 119 和 169 個季度，對應的平均實際經濟增長率分別是 5.15% 和 3.91%，民主黨再次取勝。在這 288 個季度，經濟在 133 個季度裡處於衰退，民主黨和共和黨總統分別貢獻了 39 個和 94 個。

不過，這個成績主要得益於民主黨總統羅斯福在 1933-1945 年長達 12 年的經濟增長，先是通過新政來走出大蕭條，接下來受益於二戰帶來的經濟刺激。

美國不同黨派總統入主白宮後，經濟和市場表現差異如此巨大，其實在經濟學界早就是基本常識，但是具體原因上，大家卻有不同的理解。接下來我就介紹兩個主要的理論，他們都可以幫助我們展望未來美國經濟和市場的表現。

第一個理論可以叫「運氣」理論，不考慮執政黨經濟政策和經濟中的家庭和企業的複雜互動，只看統計資料之間的關係，得出的結論是民主黨總統搞經濟能力未必比共和黨總統更強，他們只不過是「運氣」更好罷了！

第二個理論則認為民主黨的經濟政策比共和黨更加理性，可以稱為「政治週期」理論。

我們先來看第一個「運氣」理論，這個理論發現基本上大家能夠想到的原因都無法解釋經濟表現的黨派差異。例如，通常大家認為國會多數黨是共和黨時經濟表現更好，但實際是美國經濟增長在不同黨派掌控國會時沒有什麼差別。

其次，總統就職前當國會參、眾議員或州長等公眾服務經歷對經濟增長沒有什麼影響。

第三，兩黨在貨幣或財政政策上的差異也無法解釋為什麼經濟表現截然不同。更加奇怪的是，共和黨的財政政策理論上更有利於經濟增長，但實際表現更差。

結果，「運氣」理論發現，民主黨總統任期內的運氣更好，體現在任期內石油價格較低，遇到生產技術進步提高生產率的機會，以及任期內國外經濟表現更好。

首先，美國經濟同石油價格密切相關。石油價格上漲時美國經濟表現往往會比較糟糕。共和黨總統入住白宮的時機不好，正趕上了油價上漲的週期。這也可能與共和黨總統的政策有關。比如，小布殊對伊拉克的入侵直接導致了多年的油價處於高位。

其次，民主黨執政期間的勞動生產率提高得更快。這一因素在很大程度上也帶有運氣的成分。比如，克林頓總統執政期間恰巧碰上了互聯網的商業化大潮，大大提升了勞動生產率。

第三，通常來說，當歐洲經濟增長快的時候，美國經濟增長也比較迅速。民主黨執政期間的外部經濟環境更為有利。當然，這一因素既有運氣的成分也可能同外交政策相關。亞太地區，特別是中國的經濟增長對美國經濟的影響也將會越來越大。

值得一提的是，這三個原因合起來，也只能解釋兩黨經濟表現差距的三分之二，剩下的三分之一是什麼並不清楚。順便說一句，在英國、法國和德國的經濟表現上，不存在類似的黨派差距，但是加拿大則存在。

投資者比較關心宏觀經濟和投資機會，運氣理論告訴大家，美國下一任總統，很可能趕上油價較低的時期，同時，過去一些科技發展，例如我告訴過大家的 BASIC，也就是區塊鏈、大數據、人工智能、安全技術、物聯網，以及雲服務，計算技術等，也應該到了落地生根，開花結果的時期。未來這兩個因素都是有利的。如果是拜登當選總統，他應該會化解美國與其他國家在經濟上的緊張關係，這更有利於美國和全球經濟取得較好的發展。

我們再來看看第二個「政治週期」理論，共和黨信奉經濟自由主義和放鬆監管，但是歷史現實是寬鬆的監管政策導致金融危機和衰退。在財政支出上，共和黨總統任期的支出與民主黨一樣多，但卻拒絕通過加稅來彌補由此造成的預算赤字。

由於民主黨的經濟政策追求不同經濟主體的平等，體現在對高收入家庭增稅，同時提高最低工資水準，在把餅分得更公平的時候，也讓餅變得更大。結果就是民主黨總統任期內有著更快的增長、更低的失業率和更強勁的股市。最讓人意外的是，研究發現不僅少數族裔和窮人，就連白人和富人在民主黨入住白宮後也收益更多。

這一理論的提出者 Nouriel Roubini 最近撰文指出，與通常的理解相反，拜登的經濟政策更有利於美國經濟和市場的表現。

首先，儘管拜登勝選後，可能會提高企業和 1% 最富有家庭的邊際稅率，但是研究顯示，將企業平均所得稅率從目前的 21% 提高到 28%，只會對企業利潤造成輕微衝擊。雖然科技企業被普遍認為是徵稅的對象，但他們給拜登的捐款卻是特朗普的數倍。

從美國股市近半年的反彈來看，受益於拜登政策的股票組合表現優於特朗普組合，市場並不擔心拜登會當選總統，也不擔心民主黨在國會大獲全勝。其原因很簡單：拜登當選後不太可能立刻推動激進的經濟政策。即使加稅也會等到疫情得到控制，經濟復蘇後才進行。

通過堵住允許避稅、將利潤和生產轉移到國外的漏洞，以及新的「美國製造」政策，將會帶來更多的就業機會、利潤和生產，新稅收政策對經濟造成的不利影響將得到充分抵消。

其次，拜登提出了一套促進經濟增長的財政政策。如果民主黨可以控制國會，拜登政府將採取更大規模的財政刺激措施，該措施針對需要的家庭、工人和小企業，以及創造就業機會的基礎設施支出和綠色經濟投資，致力於教育和工人再培訓，並支持產業創新，確保未來的競爭力。

第三，民主黨呼籲提高最低工資，促進收入和消費；制定法規減少二氧化碳排放。拜登將在貿易、移民和外交政策上採取更加明智的政策，修復與美國盟友的夥伴關係。並以「合作競爭」取代「兩敗俱傷」政策來應對中國的崛起。這些政策都將有利於就業、經濟增長和資本市場。

最後總結一下，儘管今年美國大選結果出來之前，市場存在高度不確定的情形，但是我們應該對未來美國和全球經濟保持信心。無論是「運氣」理論，還是「政治週期」理論，美國都有可能繼續「民主黨總統治理下，經濟和市場表現更好」的歷史軌跡。

無論如何，在投資上，保持適度樂觀，堅持做好長期投資，降低短期市場波動對資產配置的干擾，都是更佳的选择。

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。