

# 諾亞研究

2020年10月29日

主題 | 歐洲再啟封鎖，特朗普連任機會渺茫

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

競選進入最後階段，雙方競爭白熱化。美國疫情確診人數再創新高，德國和法國的局部封鎖決定，顯然不利於特朗普的連任。

昨天全球除中國、韓國和澳大利亞等數個市場股市上漲，其他主要經濟體的股市都迎來大幅度的下跌。昨天下午歐洲股市開盤後，迎來連續第三天下跌，截至昨晚 10 點半，英國富時 100 指數、德國 DAX 指數和法國 CAC 指數分別下跌了 3%、4.3%和 3.7%。泛歐 600 指數，英國股市下跌達到 5 月份以來最低水準。

美股跟隨歐洲市場下跌，截止到晚上 10 點半，標普下跌 2.9%，納斯達克下跌 3.1%。油價下跌了 5.7%。

如果說本週一股市的下跌是因為美國大選競爭白熱化，歐美新增確診人數都達到新高，那麼昨天市場的下跌主要是因為市場預期德國總理默克爾和法國總統馬克龍都在週三宣佈新的封鎖措施，法國可能會有一個月的全國封鎖，以抑制愈發嚴峻的第二波新冠疫情。

而義大利亦於本周起收緊防疫措施，關閉戲院、泳池和健身室等。至於輝瑞藥廠的新冠疫苗第三期臨床測試結果，不大可能在本月底前公佈，也令市場憂慮升溫。

在恐慌情緒的蔓延中，美國和德國國債價格溫和上升，投資者湧向避險資產。十年期美國和德國國債收益率輕微下跌。美元指數輕微上漲。黃金雖然具有避險屬性，但承壓於美元的上漲，且遭遇投資者在尋求流動性中的無差別拋售，黃金下跌 1.9%。

有恐慌指數之稱的 VIX 指數週三衝破 38，遠高於長期平均值 20。日內 VIX 指數上漲了 15%，通常 30 以上代表市場進入恐慌情緒。

一切都非常像今年 3 月的樣子，市場下跌的勢頭很可能延續到大選結果完全明確。但我們有理由相信股市經過一定的調整後仍然會延續之前的升幅。

特別值得一提的是，標普現在 3,294 點，現在離大選投票日還有 6 天，如果在大選前標普跌破 7 月底的 3,270，也就是再下跌 1%，那麼根據過去有效的判斷法則，也就是大選前三個月，如果美國股市下跌，那麼特朗普將輸掉大選。拜登將成為新一任美國總統。這個股市判別法則從 1928 年來只有三次例外，在 1984 年以來完全準確。

我們在今年疫情開始之後，就做出了特朗普極難連任的判斷。除了大家都看得到的原因之外，我們也特別重視民調資料。

但是有趣的是，認為特朗普將連任的人，第一個理由就是不相信民調，的確，2016年，民調在英國脫歐和美國大選上的失誤，給很多人的心理打上深深的烙印。

但是，我在之前的分析文章詳細解釋過，民調的準確性其實比大家想的要准很多。實際上，2016年的克林頓最後領先特朗普 3.1 個百分點的民調結果，與最終的普選結果十分接近，克林頓在全國大約 1.37 億投票中，比特朗普多贏了 300 多萬票，相當於 2.1 個百分點。克林頓只是在 6 個搖擺州輸給了特朗普，輸了決定選舉結果的選舉人票。

今年，拜登和特朗普在搖擺州的競爭分外激烈，拜登在搖擺州領先的優勢也有所收窄。但我們想說的是，如果仔細分析民調就會發現拜登贏得大選的可能性，要比民調顯示的優勢還大。

很多人認為，民調的方法會跟四年前一樣，無法抽樣到特朗普的支持者，或者說這些支持者仍然會故意說支持拜登，來誤導民調數字，但三月份我就強調了這個觀點的不合理之處。4 年前，特朗普特立獨行的姿態，的確可能造成民調偏差，支持他的人，覺得不方便說出口。

但是四年後，特朗普已經是總統，支持他可以大大方方地說出來，沒有必要再進行掩飾。實際上，只要開車到處轉轉，就會發現在目前美國社會大分裂下，支持特朗普的家庭或者在自家院子裡插上特朗普的頭像或者競選口號，或者在自己的汽車後面貼上特朗普的頭像和口號，這樣做大大方方，不需要扭扭捏捏。

其次，認為民調不准，自己的主觀判斷更准，或者「義烏指數」更准的人，明顯低估了民調是一門專門的學科。民調機構採取了各種方法，去改進過去的不足。實際上，2016 年之後民調明顯失准的例子就不多見了。美國 2018 年國會改選的結果就與民調一致，拜登將最終成為民主黨在大選的候選人也和去年黨內選舉開始時的民調是一致的。

四年前，特朗普贏得了一群選民的支持，眾所周知的有白人工人階級，郊區白人婦女，65 歲以上的老人，以及在 2008 和 2012 年大選裡支持奧巴馬的獨立人士。這些群體的實際投票和當時的民調資料是一致的，換句話說，選民在民調中故意隱瞞自己的偏好，其實是一種誇大的說法。

但是今年的民調顯示，這群選民對特朗普的支持明顯下降，反而更傾向於支持拜登。

四年前，民調顯示只有三分之一的選民認為美國走在正確的道路上，而當時的總統是民主黨，而候選人克林頓並不太受選民喜歡，這自然有利於政治局外人特朗普。但在特朗普控制疫情失敗後，只有五分之一的選民認為美國走在正確的道路上，顯然特朗普就要承擔選民的不滿。

克林頓輸掉大選，除了剛剛提到的原因之外，與她在大選過程中遭到 FBI 對「郵件門」的調查有關，特別是在大選前 10 天遭到 FBI 重啟調查帶來的「十月驚奇」密切相關，這大大破壞了克林頓的名譽。而拜登給選民的信任度要明顯好於特朗普。

今年大選和四年前另外一個重要不同之處是民主黨的投票動員力度遠超過往。四年前，投票率參差不齊，一些州的投票人數穩定，而其他州的投票率卻很低，特別是搖擺州的提前投票率，這反映出民主黨在搖擺州缺乏組織，主要原因在於民主黨高估了克林頓的勝率。

而現在，離投票日 6 天，提前投票的總數已經接近 8,000 萬，相比四年前 1.37 億總投票來看，今年的總投票很可能超過 1.6 億。而投票人數越多，越接近民調反映的支持度差距，更加有利於拜登。

2018 年美國國會中期選舉的總投票就達到 1.6 億，結果民主黨在眾議院贏了 1,000 多萬票。

而且，即使拜登民調領先，民主黨的動員力度也沒有放鬆，在搖擺州的廣告投入和投票動員遠超上次。

還有一個有趣的冷知識，就是四年前的大選，有近 800 萬美國人把票投給了特朗普和克林頓之外的其他候選人，結果得票最高的協力廠商候選人贏得了大約 450 萬張選票。而今年的大選雖然也有協力廠商候選人參與，但是基本上看不到他們的影子。民意調查顯示，選民幾乎普遍將這次選舉視為特朗普和拜登之間的二元選擇。這就使大選結果更加接近民調在二元選擇上得出的結論。

說了這些，我們最想說的是我們的判斷其實並沒有夾雜個人的主觀偏見。我們完全理解支持特朗普的美國人和在美國生活的華人。

我們也理解競選最後階段，雙方競爭白熱化，「驚奇」事件可能繼續上演，但我們認為，現在美國疫情確診人數再創新高，德國和法國的局部封鎖決定，其實就已經是影響美國大選特別重要的「驚奇」事件了，而這顯然是不利於特朗普連任的。

---

免責聲明: 本檔所有內容(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檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，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檔均視為同意以上聲明。