

諾亞研究

2021 年 1 月 8 日

主題 | 遲到的「藍色浪潮」對資本市場意味著什麼？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

如果拜登政府在加大財政開支的同時，也積極考慮通過對富人大企業徵稅來縮小財政赤字，同時加強對科技巨頭的監管，那麼 2021 年的美股走勢可能是前高後低的。

去年 11 月美國大選之前，民調顯示民主黨有很大可能實現「藍色浪潮」或者叫做「藍色橫掃」，也就是民主黨橫掃總統大選和國會參眾兩院的選舉，形成一統美國政壇天下的格局。

但選舉結果是，民主黨雖然拿下了總統寶座，保住了眾議院的多數席位，但在參議院的選舉上的表現卻不及預期理想，喬治亞州參議院選舉因故未出結果，需要進行補選。本週三，補選結果出爐，民主黨贏得兩個關鍵席位，形成民主黨在參議院的議席數與共和黨相當（即 50 對 50）的結果。

由於參議院議長由屬於民主黨的新當選副總統 Kamala Harris，中文譯名賀錦麗，擔任，在關鍵立法形成僵局時可以投下有利於民主黨的一票，因此，有利於民主黨執政的「藍色浪潮」雖然姍姍來遲，但也談不上是讓人過於意外的結果。

我們在美國大選結束後的分析，特別是在諾亞黑卡年會和年底各區域投策會，以及電視採訪中，都反復表達了一個與眾不同的觀點。當時市場普遍預期，由於民主黨沒有如願在參議院取得多數席位，拜登的執政將困難重重，他想要推進的財政和基建刺激，加大對富人大企業的徵稅將難以實現。

而我們則認為，儘管阻力不小，但拜登實現競選承諾，也就是施政順利的可能性要比市場預期的大得多，原因有三點：

第一、有記錄可查的歷史顯示，美國總統平均而言，可以實現 66% 的競選承諾，這遠遠高於一般人以為的程度；

第二、拜登首次當選參議員時創下最年輕的紀錄，而 36 年的任期，是資格最老的參議員之一。拜登多次遭遇家庭變故之後，為人變得非常溫和，即使在共和黨參議員中也享有很好的口碑並且朋友眾多，他完全有能力說服 3-5 個共和黨參議員支持他為施政而提出的立法要求。而且，拜登任命耶倫為財政部長，以耶倫的資歷和口碑，她也有能力說明政府贏得部分共和黨議員的支援；

第三、特朗普的施政導致共和黨內部嚴重分裂，而新冠疫情又對社會不同群體造成巨大的衝擊，尤其使得貧富差距和價值觀混亂現象變得更加嚴重，都是將來必須解決的重要問題。拜登的施政綱領對症下藥，與民間的呼聲一致，共和黨議員不可能完全逆民意而反對。

如果美國白宮和國會將來的互動發展驗證我們的判斷，那麼喬治亞州參議院選舉的結果，只不過是為將來拜登的有效施政「錦上添花」而已。

今天，我們來簡單分析一下遲到的「藍色浪潮」對資本市場幾大主要資產的影響。我們之所以要讓子彈先飛一會兒，關鍵在於目前市場對「藍色浪潮」的看法，與去年 10 月，11 月有著顯著的不同。

去年 10 月，市場一方面擔心大選後出現爭議和社會騷亂，整體風險偏好下降，另一方面民調顯示「藍色浪潮」可能性很大，科技等成長股因為將遭遇民主黨更嚴格的監管和更高的稅收而出現明顯回檔，資金湧向金融、能源等落後的價值股。

11 月選舉結果出來，雖然兩黨紛爭不斷，但由於「藍色浪潮」並未出現，社會也沒有出現大的騷亂，反而是新冠疫苗捷報頻傳，股市憧憬經濟復蘇的速度好於預期，成長股和價值股都有不錯的表現，價值股因為估值低獲得更多資金追捧。

這個過程中，儘管特朗普一直在試圖挽回敗局，不斷地製造麻煩，與此同時，美國的疫情也持續糟糕的表現，但正如我們反復強調的政治和政策對市場影響有限而短暫，同時只要經濟復蘇持續，金融條件依然寬鬆，那麼資本市場並不會受到疫情嚴重程度的影響。

週三，民主黨實現了遲到的藍色浪潮，由於下一次國會選舉要到 2022 年舉行，這意味著拜登在未來兩年的施政及關鍵人事任命上將進展比較順利，特別是拜登政府計畫大力推行疫情防控措施、推出大規模經濟刺激方案、財政支援基礎設施建設、對大企業和富人加稅、限制股票回購，以及在醫保、移民和投票權問題上的改革等等。

但是股市的反應和 10 月份的擔心卻有著明顯的區別，科技股在週三的回檔十分短暫，很快就繼續再創新高，納斯達克指數在週四晚上首次突破了 13000 點，道瓊斯和標普都創下了新高。

其實這樣的結果在股票市場屢見不鮮，最經典的例子就是 2016 年美國大選前，市場擔心特朗普當選將導致美股下跌最少 20%，但大選結果出來後，市場對特朗普的擔心僅僅只持續了幾個小時不到一天的時間，股市就由跌轉漲，並一直持續到 2017 年年底，其中一個重要原因就是 2016 年，共和黨實現了「紅色藍潮」，同時控制了白宮和國會參眾兩院，這就使得市場很快把焦點放到了特朗普施政綱領中有利於經濟發展和資本市場的部分，特朗普關於企業和家庭減稅計畫和對企業放鬆監管，就是市場態度轉變的核心原因，至於特朗普那些可怕的主張例如對貿易對手進行關稅報復，市場相信並不會那麼快執行。

我們認為目前資本市場對「藍色浪潮」的反應，恰恰是在重複對 2016 年「紅色浪潮」的反應。

正如我們在過去反復強調過的一樣，投資者都非常清晰地知道，拜登對富人大企業的加稅計畫，在疫情得到控制，經濟恢復到原來的水準之前，是不可能推進的。

一切塵埃落定之後，此時市場的焦點都是放到了拜登施政綱領中有利於經濟發展和資本市場的部分，那就是既然民主黨一統江湖，那麼規模更大的財政刺激方案就更容易出台，對症下藥的效果也會好於寬鬆的貨幣政策，經濟中各行各業都會受惠，股市自然是上漲。

實際上，就算民主黨輸掉了喬治亞州的兩個參議院席位，共和黨仍然主宰參議院，那麼投資者又會重新拿 11 月大選結束後的理由來繼續看多股市，因為拜登的加稅計畫、加強監管以至民主黨部分人士主張的大幅提高最低工資，這些種種不利於商界的措施便難以順利過關，市場同樣會繼續上漲。

其實只要看看近期市場的情緒，特別是作為股市先行指標的比特幣的表現，就知道目前市場會找出各種理由繼續看多股市。比如市場會說，民主黨拿下喬治亞州，最終在參議院的席位也不過是和共和黨平分秋色。由於當前美國兩黨對立嚴重，即使在「藍色浪潮」之下，拜登政府的部分雄心勃勃的政治目標也很有可能遭遇不順或遭到削弱，例如對稅收的調整很難在年內推進，幅度也很難達到逆轉特朗普減稅法案的程度。

當然，市場在樂觀情緒主導下，目前的反應也符合經濟的邏輯。由於市場預計「藍色浪潮」有利於政府增加財政支出，有利於刺激經濟以及推升通脹，喬治亞州補選結果出來後，10 年期美國國債收益率升至 1% 以上，是去年 3 月以來的首次。

不過天下沒有免費的午餐，雖然股市投資者的情緒從去年 10 月到現在變化多端，但美元的走弱卻是持續進行中的，這自然與美國的貿易和財政雙赤字在疫情衝擊後變得更加嚴重有關，也和拜登政府將加大財政支出的預期密切相關。

最近，我們收到最多的客戶問題都是關於美元的。我們認為美元已經進入到「熊長牛短」的貶值週期，今年美元對人民幣匯率上半年可能最多貶值到 6.3 左右，下半年美元反而可能走強。我們不太同意市場認為人民幣將持續走強，美元對人民幣會在 2021 年跌破 6.0 的觀點。

我們認為美元的貶值是和緩與漫長的。首先，美國的經濟增長依然優於其他發達經濟體，特別是在拜登加大財政刺激變得更加可能的情況下，增加財政赤字短期內自然不利於美元匯率，但只要經濟復蘇明顯，自然也會支撐美元。現在，美國國債收益率回升到 3 月份的水準，既反映出市場對於通脹的預期，也形成對美元的支撐。

其次，中國的製造與出口優勢在 2020 年對人民幣匯率的提升幫助巨大，但這些優勢可能在 2021 年被其他經濟復蘇的新興經濟體部分替代，而中美第一階段貿易協定下的高關稅將是人民幣未來進一步升值的主要障礙。人民幣過快升值也不利於國內國際雙循環的戰略，我們相信央行將出台穩定人民幣匯率的政策。

無論如何，我們都建議大家考慮美元私募和公募市場的優質基金，以及保險等理財產品來對沖美元的下行。那些在 2020 年經歷市場巨大波動嚴峻考驗，並在長期取得優秀回報的基金值得大家重點配置。歷史上，美元貶值時期，新興市場的股市通常有較好的表現。

希望今天的分析對大家有所啟發，我們在理解資本市場短期走勢的同時，也別忘了拜登的核心施政主張對市場中長期的影響。如果拜登政府在加大財政開支的同時，也積極考慮通過對富人大企業徵稅來縮小財政赤字，同時加強對科技巨頭的監管，來化解美國在疫情後變得更加嚴重的貧富差距問題，以及價值觀混亂的問題，那麼 2021 年的美股走勢可能是前高後低的。

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數據, 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。