

哈里斯的“理想”与“现实”

2024年10月03日

➤ 哈里斯的降低通胀议程，或许没那么有效？

8月16日哈里斯发布《降低美国家庭成本的议程》聚焦四个领域：住房、医疗、食品、税收。但辩证来看，其中部分议程反而有推升通胀的风险。第一，创纪录的购房首付补贴如果落地，可能迅速刺激购房需求，虽然哈里斯承诺了增加住房供给，但新房建造到入市也需要时间，因此首付补贴或将推升房价。第二，食品杂货价格禁令对降低通胀的作用或有限。第三，哈里斯削减税负的计划，将给中产阶级带来更多消费，可能会推升物价。

将今年大选结果按照利好美国通胀降温排序：“哈里斯当选+府院分裂” > “特朗普当选+府院分裂” > “哈里斯当选+府院统一” > “特朗普当选+府院统一”。

➤ 哈里斯的理想政策框架，对财政赤字影响如何？

哈里斯的政策议程中，创造的财政收入不足以填补其增加的财政支出。

导致赤字增加的政策主要有：扩大儿童税收抵免、延长健康保险(ACA)保费的税收抵免、扩大劳动所得税抵免、首次购房补贴和新房建造激励政策，这些政策预计将在未来十年增加 2.14 万亿美元的赤字 (CRFB, 税务基金会, 牛津大学, 沃顿商学院的预测平均值, 下同)。导致赤字减少的政策主要有：提高企业所得税、提高净投资收益税 (NIIT) 和资本所得税、提高公司股票回购税。这些政策预计将在未来十年削减 1.77 万亿美元的赤字。

➤ 财政议程落地的关键在于国会选举。

美国宪法规定了立法权在国会手中，所有涉及财政的法案，都需要由国会众议院发起，并在参议院和众议院均投票通过，才能送至总统签署、落地生效。历史上美国重大的财政政策，往往成型于“府院统一”时期（即总统、参议院、众议院归属于同一个党派）。例如，拜登 2021 年初就职时府院统一，在 2022 年 11 月的中期选举中输掉众议院。前两年府院统一时，顺利推出了《2021 美国救助计划法案》《通胀削减法案》《芯片与科学法案》，而府院分裂后暂无重大法案出炉。超过半个月的政府关门事件也更多出现在府院分裂期。府院分裂时期，大规模财政拨款谈判更加坎坷。如果哈里斯当选，其政策议程能兑现多少，关键或在于民主党能否赢得国会。

➤ 或许不必对“哈里斯经济学”期待过高。

如果哈里斯当选总统，预计绝大部分政策仍是延续拜登经济学。如果哈里斯当选总统，那么大概率面临“府院分裂”。参议院：今年 11 月大选大概率从民主党易主共和党，Polymarket 网站显示民主党守住参议院的概率仅有 26%。众议院：竞争比参议院更为胶着，Polymarket 网站显示拜登退选后民主党在众议院的获胜概率快速上升，当前为 62%。哈里斯的大部分政策议案仍是继承“拜登经济学”，仅小部分为哈里斯提出，在“府院分裂”情况下，这部分落地可能性较小。

“哈里斯当选+府院分离”组合，如何影响资产价格？复盘历史，民主党总统下的府院分类时期，美股和美债表现较好，黄金和铜价格下跌；如果迎来府院统一，那么美股、黄金、原油、铜都的平均涨幅都能有不错表现。

➤ 风险提示：美国大选进展超预期，美国经济恶化超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 裴明楠

执业证书：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

相关研究

- 1.2024年9月PMI数据点评：超季节性回升的三条线索-2024/09/30
- 2.2024年8月工业企业利润点评：基数效应为利润增速“蒙上面纱”-2024/09/27
- 3.2024年9月政治局会议点评：不寻常信号-2024/09/26
- 4.国新办发布会解读：重磅政策的未完待续-2024/09/24
- 5.本周经济热点：节前的宏观悬念-2024/09/22

目录

1 哈里斯的降低通胀之路：或没那么顺畅	3
1.1 哈里斯的抗通胀议程：聚焦 4 领域	3
1.2 辩证看待哈里斯抗通胀政策的合理性	5
2 哈里斯的财政规划：关键在于国会选举结果	7
2.1 哈里斯的理想政策框架，对财政赤字影响如何？	7
2.2 美国重大的财政政策，往往成型于“府院统一”时期	9
3 或许不必对“哈里斯经济学”过高期待	10
3.1 本届国会选举：参议院大概率易主，众议院仍胶着	10
3.2 即使哈里斯当选，绝大部分政策仍是延续拜登	13
3.3 “哈里斯当选+府院分离”组合，如何影响资产价格？	14
4 风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

1 哈里斯的降低通胀之路：或没那么顺畅

1.1 哈里斯的抗通胀议程：聚焦 4 领域

比起特朗普，哈里斯当选对降低通胀更有利——这似乎已是市场共识。但哈里斯降低通胀的计划，就真的能如期奏效吗？8月16日哈里斯发布《降低美国家庭成本的议程¹》(Agenda to Lower Costs for American Families)，其抗通胀计划聚焦四个领域：住房、医疗、食品、税收。

表1：哈里斯的抗通胀议程：聚焦 4 领域

哈里斯-沃尔兹：降低美国家庭成本的议程	
4大方面	具体措施
降低租房和购房成本	<ul style="list-style-type: none"> 在她的第一任期结束前建300万套可负担的新房： 简化许可流程和审查、 为建造入门级住宅并出售给首次购房者的住宅建筑商提供税收优惠、 扩大对建造经济适用出租房屋的企业税收激励、 设立一个400亿美元创新基金来刺激创新住房建设（是拜登提议的200亿美元的2倍）。
降低食品杂货成本	<ul style="list-style-type: none"> 为首次购房者提供25,000美元的首付税收抵免 为第一代购房者（即父母也没有房屋的首次购房者）提供更多支持。（此前拜登的计划是，为首次购房者提供10,000美元的税收抵免，为第一代购房者提供25,000美元的补贴） 禁止企业房东价格操纵、抬高房租 呼吁国会通过法案阻止华尔街投资者大批量购买和加价出售房屋、阻止企业房东操纵租金价格（这一条是拜登没有提过的）
降低处方药成本并减轻医疗债务	<ul style="list-style-type: none"> 在上任总统后的100天内降低食品杂货价格的计划：推出美国首个禁止食品和杂货价格欺诈的全国联邦禁令，明确大公司不能不公平地剥削消费者的规则、加强对违反规定的公司的监管和处罚。 规定胰岛素费用上限35美元，处方药自付费用上限2,000美元，适用于所有人（而不仅仅是老年人）。 加快医疗保险对方药的谈判速度。 要求医疗保健行业增强竞争、提高透明度；严厉打击制药公司为利益而提高消费者价格、或挤压下小药店利润的行为。 与各州合作取消数百万美国人的医疗债务；将医疗债务从信用报告中删除。 增强《平价医疗法案》以节省医疗保险费用。
为中产阶级家庭减轻税务负担	<ul style="list-style-type: none"> 扩大儿童税收抵免 每名儿童提供3,600美元的基本税收抵免，尤其为孩子出生的第一年（因为是为孩子花销最高的一年）提供6,000美元儿童税收抵免。 扩大劳动所得税抵免范围 扩大劳动所得税抵免范围，以覆盖低收入且不在抚养孩子的个人和夫妇。

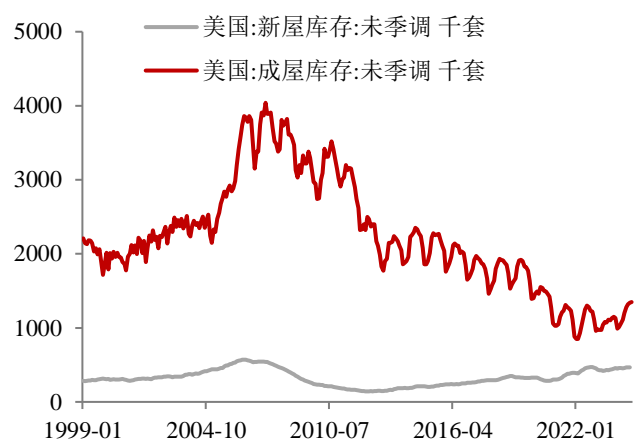
资料来源：《降低美国家庭成本的议程》，民生证券研究院

¹ <https://mailchi.mp/press.kamalaharris.com/vice-president-harris-lays-out-agenda-to-lower-costs-for-american-families>

1、降低租房和购房成本

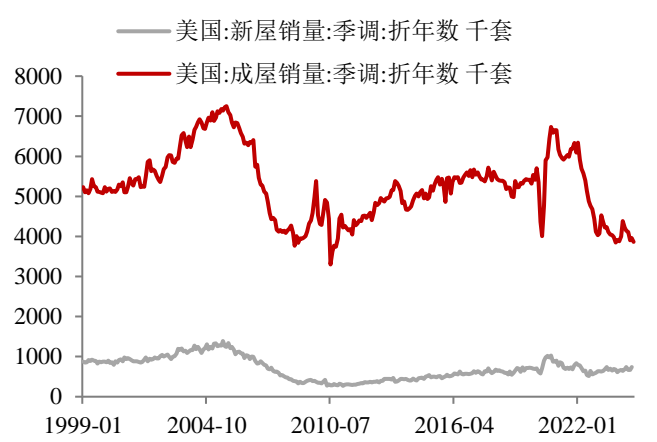
哈里斯提出了降低住房通胀的三个计划：1) 采取多项举措结束住房供应短缺问题，在她的第一任期结束前建 300 万套可负担的新房，设立一个 400 亿美元创新基金来刺激创新住房建设（是拜登提议的 200 亿美元的 2 倍）。2) 为首次购房的工薪家庭提供 25,000 美元的首付税收抵免，并为第一代购房者（即父母没有房屋的购房者）提供更多支持。3) 禁止企业房东价格操纵、抬高房租。

图1：美国住房供应量在历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美国住房需求仍较低迷



资料来源：wind，民生证券研究院

2、降低食品杂货成本

哈里斯提出了在上任总统后的 100 天内降低食品杂货价格的计划：**推出美国首个禁止食品和杂货价格欺诈的全国联邦禁令**，明确大公司不能不公平地剥削消费者的规则、加强对违反规定的公司的监管和处罚。

3、降低处方药成本并减轻医疗债务

拜登-哈里斯政府为降低医疗价格做出了重要努力，通过《通胀削减法案》帮助数百万美国人每年节省 800 美元的医疗保险费用，规定老年人胰岛素费用上限 35 美元，并计划将老年人的自付处方药费用限制在 2,000 美元。**哈里斯-沃尔兹提出了更积极的计划**：例如，规定胰岛素费用上限 35 美元，处方药自付费用上限 2,000 美元，适用于所有人（而不仅仅是老年人）。

4、为中产阶级家庭减轻税务负担

第一，哈里斯计划**扩大儿童税收抵免**：为每名儿童提供 3,600 美元的基本税收抵免，尤其为孩子出生的第一年（花销最高的一年）提供 6,000 美元儿童税收抵免。第二，**扩大劳动所得税抵免范围**，覆盖低收入且不在抚养孩子的个人和夫妇。

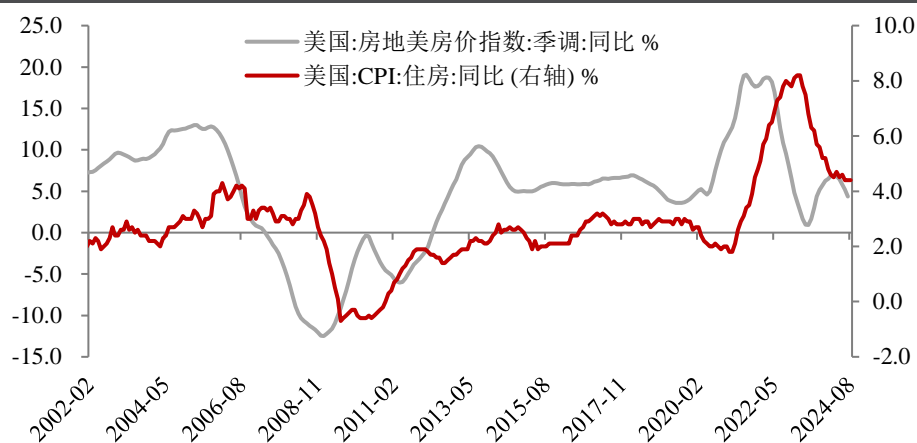
1.2 辩证看待哈里斯抗通胀政策的合理性

哈里斯降低通胀的议程，从另一个角度看，反而有推升通胀的风险，因此综合效果或不如预期那么理想。

第一，首付补贴如果落地，或将推升房价。创记录的 25,000 万美元首付补贴，可能迅速刺激购房需求，虽然哈里斯承诺了增加住房供给，但新房建造到入市也需要时间。**因此，大额首付补贴反而会加剧短期内的供需缺口，推升房价。**

历史先例上看，购房优惠政策推出后，房价可能上升。2015 年 1 月奥巴马推出了降低抵押贷款保险费用的政策，2015~2016 年间房价和住房 CPI 增速上行。

图3：美国房价同比增速和住房 CPI 同比增速

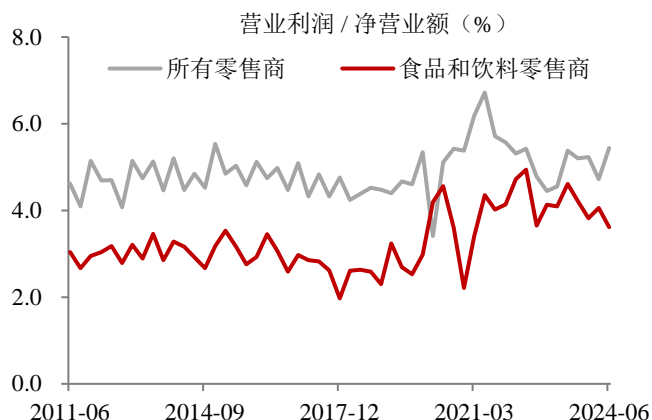


资料来源: wind, 民生证券研究院

第二，食品杂货价格禁令对降低通胀的作用或有限。一方面，全国层面的联邦价格禁令如何运作，哈里斯尚未描述过具体方案，例如，如何定义“价格欺诈”的标准、如何惩处违规者？另一方面，食品价格上涨并不能简单归因于商家欺诈和价格操纵。

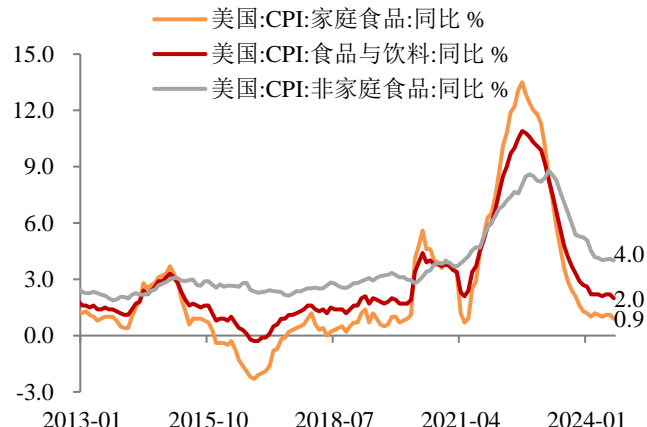
此外，从经济学角度，价格管制可能会产生副作用，因此往往只运用于价格失控的时期，而当前，食品和饮料 CPI 同比增速已降至 2%，尤其家庭食品（即家庭在商超购买回家的食物，而不是在外餐饮）CPI 同比增速已降至 0.9%。

图4：美国食品和饮料零售商的利润率正在回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：美国食品和饮料 CPI 已经降至低位。

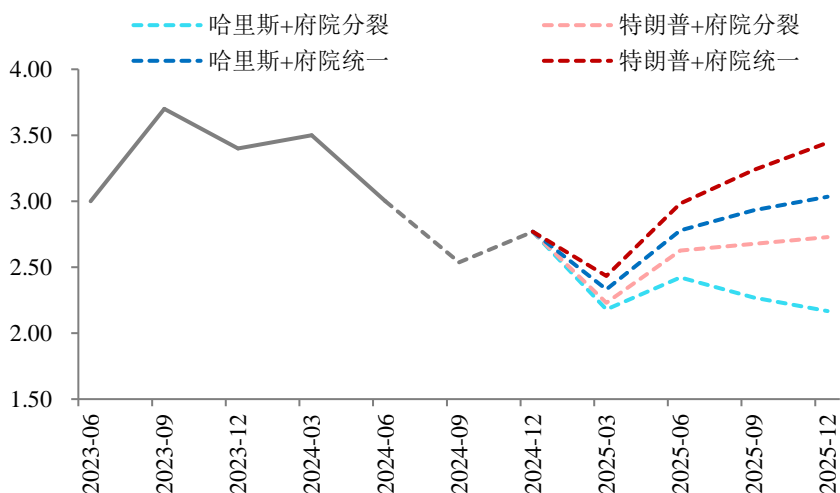


资料来源：wind，民生证券研究院

第三，哈里斯削减税负的规划，可能会推升消费价格。哈里斯的规划中，将扩大儿童税收抵免、购房补贴；节省下来的资金或将刺激家庭消费需求上升。

对今年美国大选的结果，按照利好通胀降温的速度排序：“哈里斯当选+府院分裂” > “特朗普当选+府院分裂” > “哈里斯当选+府院统一” > “特朗普当选+府院统一”。我们认为，“哈里斯当选+府院分裂”组合是最有利于通胀下降的情景，因为“府院分裂”的情景下，减税和购房刺激的政策议程大概率会因为国会的阻碍而无法完全落地。“特朗普当选+府院统一”是通胀上行压力最大的情景，因为这一情景下，特朗普的减税、驱逐移民、大幅加关税的政策计划或全面落地，从而推升价格。

图6：不同大选结果情景下，美国 CPI 同比增速预测（季频，%，虚线为预测值）



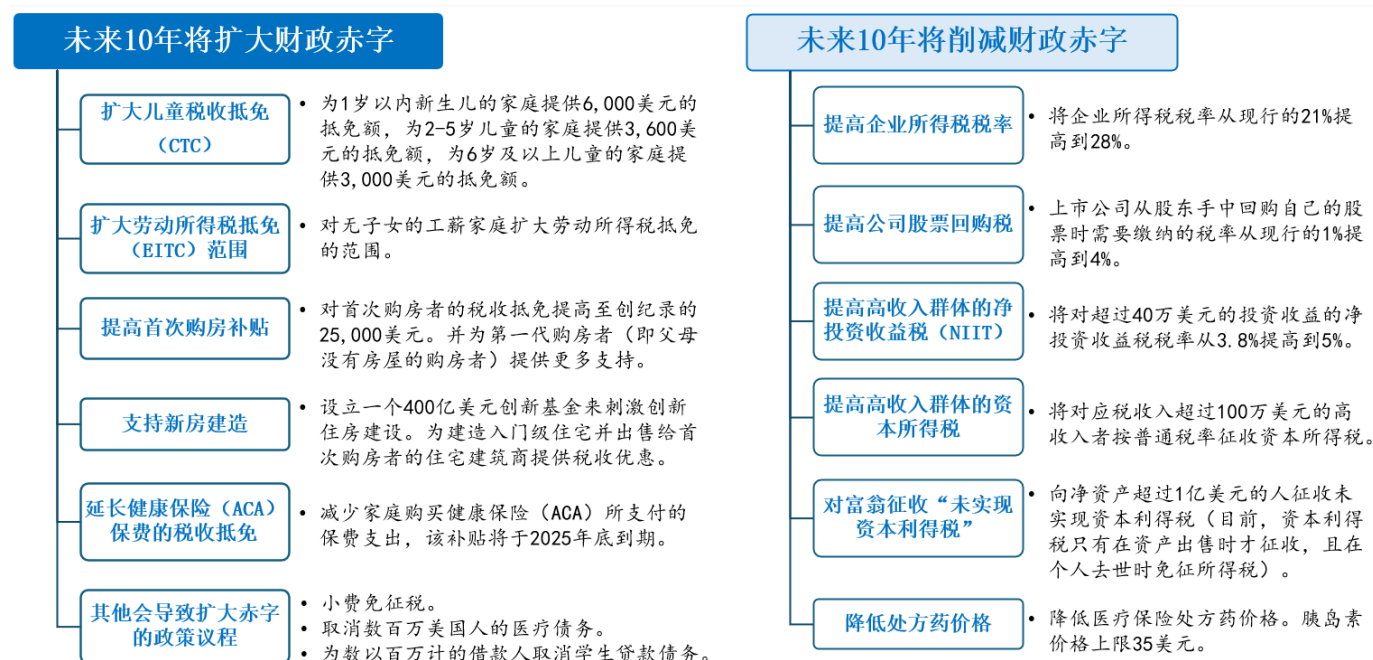
资料来源：wind，民生证券研究院预测

2 哈里斯的财政规划：关键在于国会选举结果

2.1 哈里斯的理想政策框架，对财政赤字影响如何？

在哈里斯的政策框架中，政府为中产家庭降低生活成本的政策将增加财政支出，同时通过对企业和富人增税来增加财政收入。

图7：哈里斯的政策愿景：按对财政赤字的影响分类



资料来源：哈里斯竞选网站，民主党党纲，tax foundation，民生证券研究院

但我们预计创造的财政收入远不足以填补增加财政支出。

导致赤字增加的政策主要有：扩大儿童税收抵免、延长健康保险(ACA)保费的税收抵免、扩大劳动所得税抵免、首次购房补贴和新房建造激励政策（按对赤字的影响大小来排序，下同），这些政策预计将在**未来十年增加 2.14 万亿美元的赤字**。

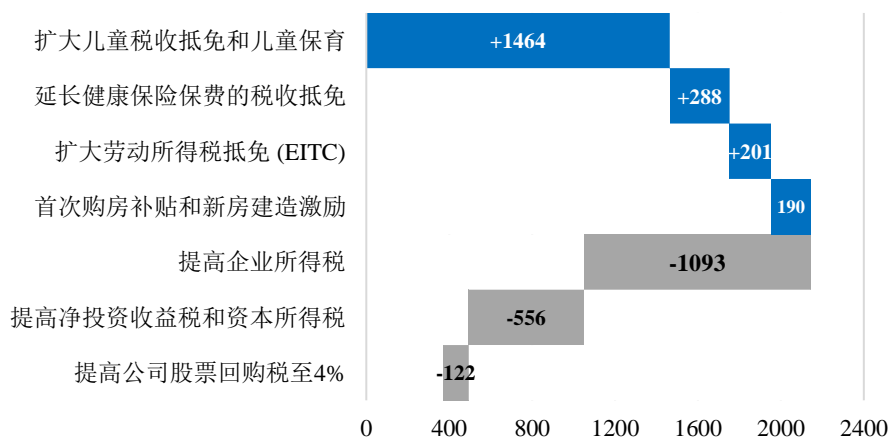
导致赤字减少的政策主要有：提高企业所得税、提高净投资收益税 (NIIT) 和资本所得税、提高公司股票回购税。这些政策预计将在**未来十年削减 1.77 万亿美元的赤字**。

虽然这远低于特朗普政策组合带来的赤字规模，但面对本就高启的联邦债务，哈里斯已无法继续给出拜登-哈里斯政府削减赤字的承诺。

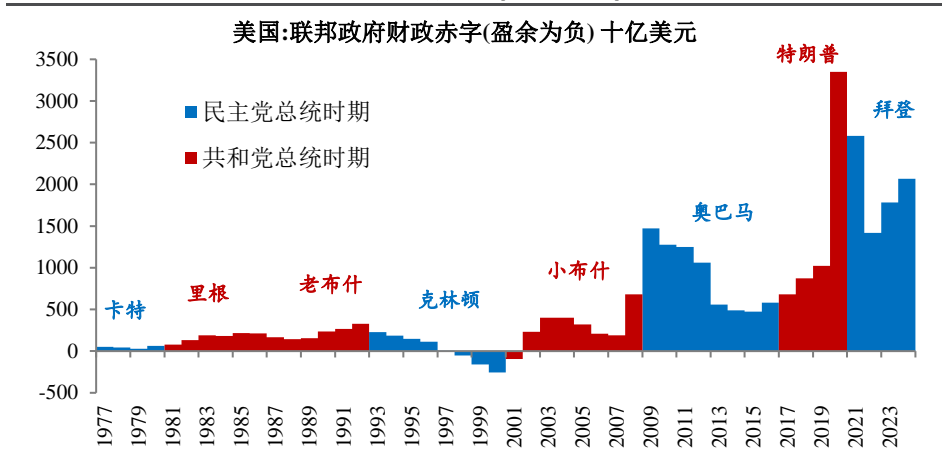
图8：哈里斯的政策议程对未来 10 年美国赤字的影响预测

预测机构	负责任联邦预算委员会 (CRFB)	沃顿商学院	牛津大学	税务基金会 (taxfoundation)
对未来10年美国财政赤字的影响（十亿美元）				
扩大儿童税收抵免和儿童保育	1200	1,794	1,273	1,589
延长ACA保费的税收抵免	400	225	289	238
扩大劳动所得税抵免 (EITC)	150	126	129	398
首次购房补贴和新房建造激励	200	138	197	224
提高企业所得税	-1000	-1,096	-1,045	-1,229
提高净投资收益税和资本所得税	-600	-543	-527	-555
提高公司股票回购税至4%	-150	-129	-131	-79
以上项目总计	200	515	185	586

资料来源：CRFB, tax foundation, 牛津大学, 沃顿商学院, 民生证券研究院

图9：哈里斯的政策议程对未来 10 年美国赤字的影响预测（十亿美元）


资料来源：CRFB, tax foundation, 牛津大学, 沃顿商学院, 民生证券研究院（注：图中数值为 CRFB, tax foundation, 牛津大学, 沃顿商学院预测值的算术平均）

图10：美国联邦政府每年财政赤字规模（十亿美元）


资料来源：wind，民生证券研究院（时间为1977-2024日历年度，2024年数据为1-8月赤字累计值）

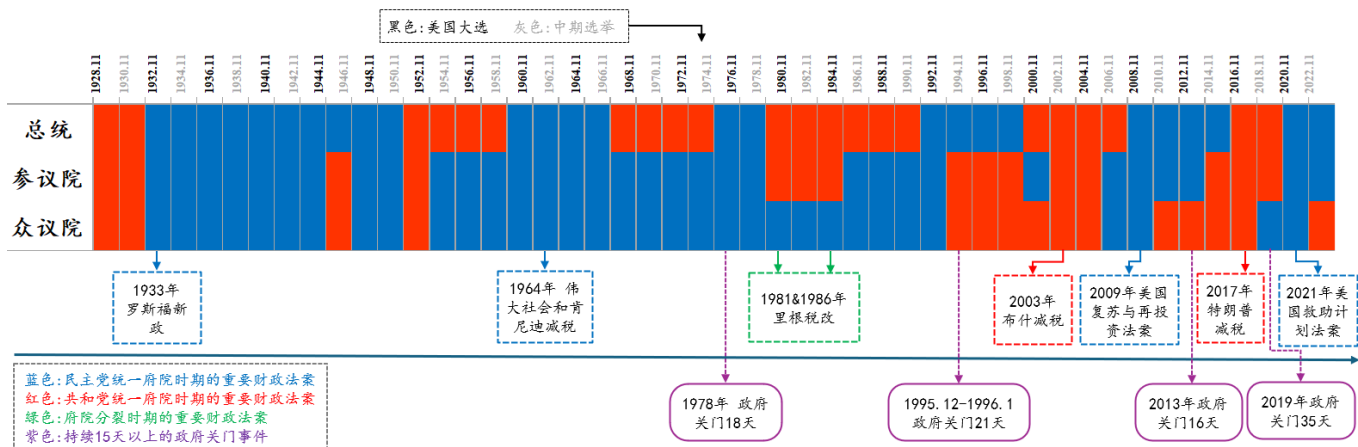
2.2 美国重大的财政政策，往往成型于“府院统一”时期

美国宪法规定了三权分立制度，立法权在国会手中，所有涉及财政的法案，都需要由国会众议院发起，并在参议院和众议院均投票通过，才能送至总统签署、落地生效。这一制度旨在通过两党相互制衡，控制政府债务不过度增长。

美国国会两党往往对财政预算方案的分歧较大，民主党倾向于促进社会公平（例如，扩大公共福利支出、对富人加税），而共和党倾向于效率优先（例如，降低企业税率、资本利得税率）。**这就导致，历史上美国重大的财政政策，往往成型于“府院统一”时期**（即总统、参议院、众议院归属于同一个党派）。例如，2003年布什减税法案、2009年美国复苏与再投资法案、2017年特朗普减税法案、2021年疫情救助法案、2022年通胀削减法案，都是在美国府院统一的时期出台。

超过15天的政府关门事件也更多出现在府院分裂期。府院分裂时期，大规模财政拨款谈判更加坎坷。例如，2018年特朗普提议拨款修建边境墙受到国会阻扰，最后导致政府关门35天（2018年12月22日至2019年1月25日）。2013年奥巴马医改法案的实施受到保守派共和党议员阻扰，导致政府关门16天（10月1日-10月17日）。

图11：美国重大财政政策往往成型于“府院统一”时期，而长时间的政府关门往往在“府院分裂”时期



资料来源：美国参议院官网，美国众议院官网，民生证券研究院

拜登 2021 年 1 月就职时，国会两院均归属于民主党，在 2022 年 11 月的中期选举中输掉了众议院。前两年府院统一时，顺利推出了《2021 美国救助计划法案》《通胀削减法案》《芯片与科学法案》，而府院分裂后暂无重大法案出炉。特朗普的任期与之类似，也是前两年府院统一，2017 年落地了减税法案；而后两年府院分裂，政策重心转向了不需要国会投票批准的关税政策。

如果哈里斯当选，其政策议程能兑现多少，关键在于民主党能否赢得国会。如果是“哈里斯当选+府院分裂”组合，那么上述涉及个人和企业增/减税、各种税收抵免政策，势必受到国会共和党人的阻挠。

3 或许不必对“哈里斯经济学”过高期待

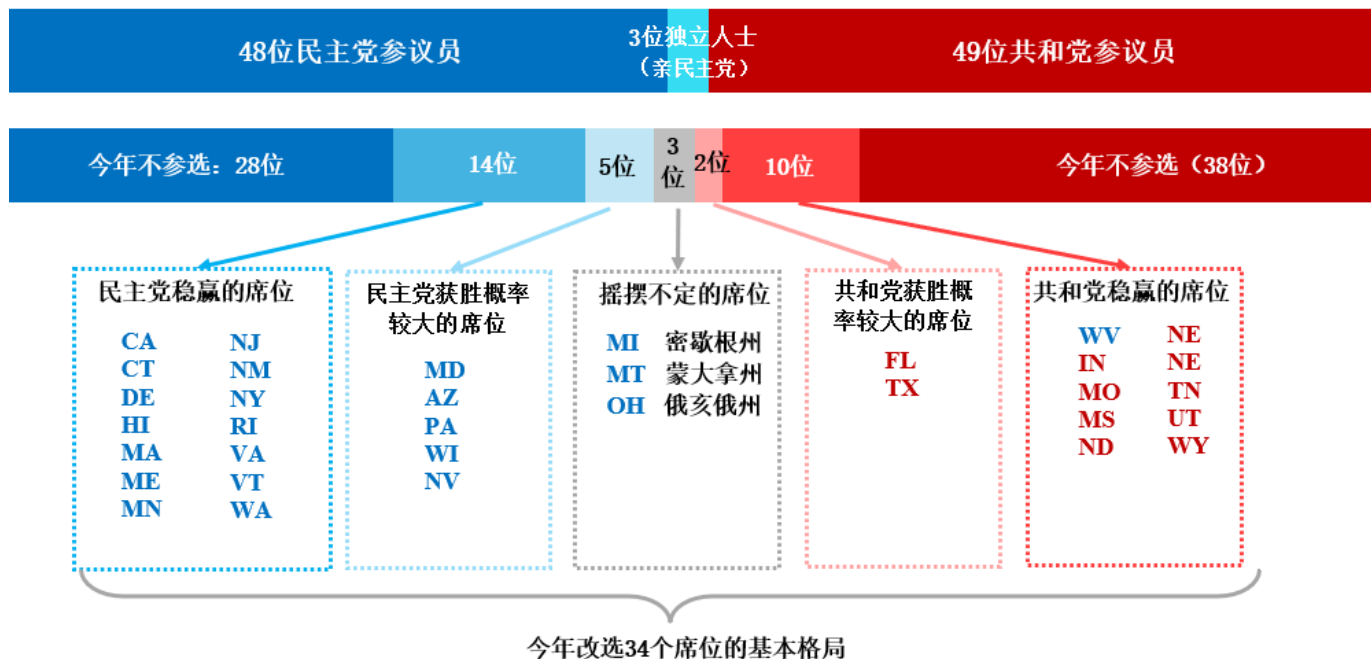
3.1 本届国会选举：参议院大概率易主，众议院仍胶着

3.1.1 参议院：大概率易主，由蓝转红

本次美国大选，参议院大概率易主共和党。参议院共 100 名议员，每州两位，任期六年且相互交错，每两年改选其中 1/3。参众两院的选举在总统大选的年份随大选进行，非总统大选年份即为中期选举。

当前参议院席位构成为：48 名民主党+49 名共和党+3 名亲民主党的独立人士，民主党拥有其控制权。本次大选，共和党拥有的 49 个席位中仅换选 11 个，而民主党当前占有的 48 个席位中需换选 20 个。

图12：2024年参议院选举的选情示意图



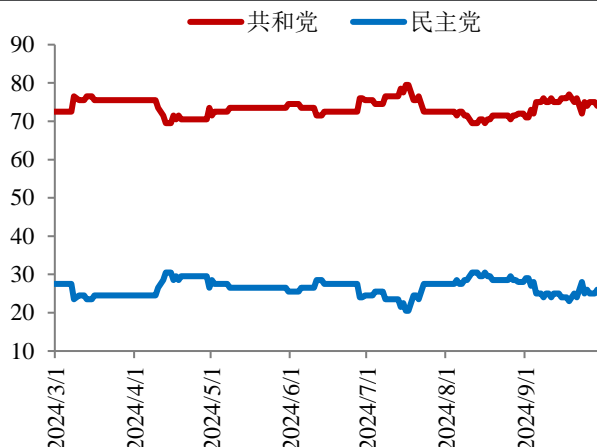
资料来源：Cook Political, 270twin, 民生证券研究院

本次换届民主党大概率丧失参议院的控制权。Polymarket 网站显示民主党守住参议院的概率仅有 26%，thehill 网站显示该概率为 30%。

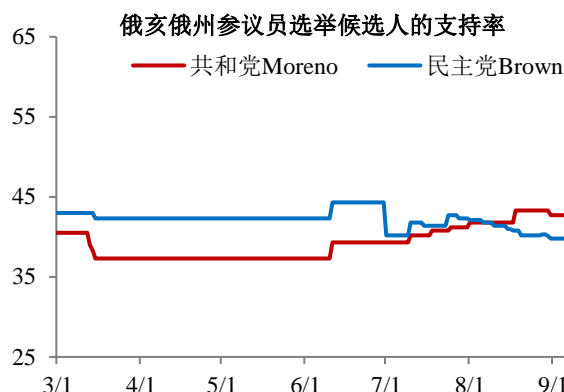
即便在哈里斯入主白宫的情况下，民主党拿下参议院亦较困难。由于在参议院投票平票时，副总统拥有一票表决权，因此，如果哈里斯-沃尔兹获胜，那么民主党需 50 席位来获得参议院控制权，如果特朗普获胜，民主党则需要获得 51 席位才能守住控制权。

在哈里斯获胜的情况下，**民主党需要稳住目前偏蓝的 5 个参议院席位、同时拿下 3 个最为摇摆的席位（俄亥俄、密歇根、蒙大拿）。**

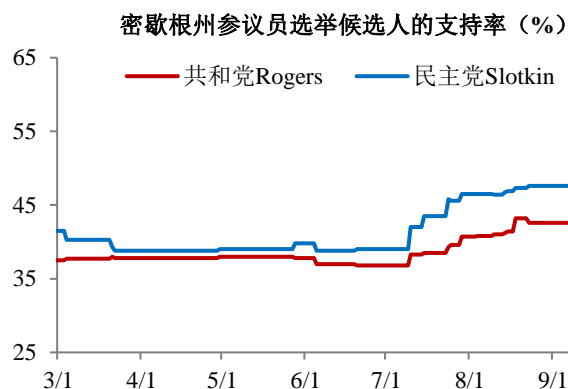
而如果特朗普获胜，那么民主党拿下参议院的概率更加微小（稳住目前偏蓝的 5 个参议院席位、拿下 3 个最摇摆的席位、再将 1 个目前偏红的席位转蓝）。

图13：2024 年选举参议院归属的概率 (%)


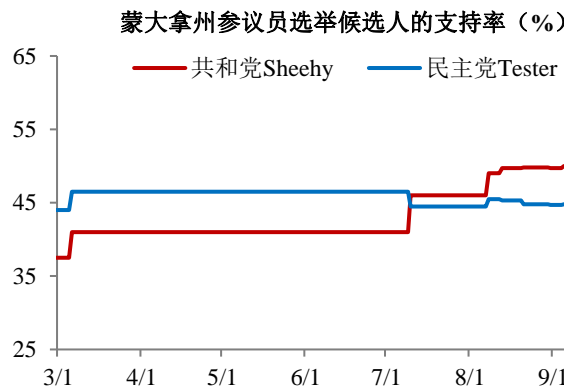
资料来源: Polymarket, 彭博, 民生证券研究院

图14：俄亥俄州参议员选举:候选人支持率 (%)


资料来源: RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院

图15：密歇根州参议员选举:候选人支持率


资料来源: RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院

图16：蒙大拿州参议员选举:候选人支持率


资料来源: RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院

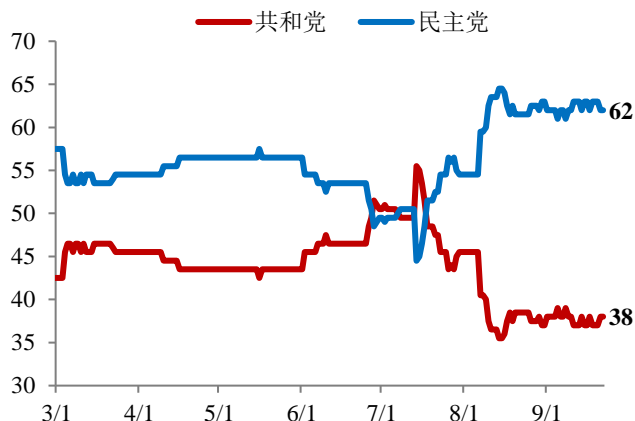
3.1.2 众议院：选情仍胶着，目前民主党占优

众议院共 435 位议员，根据人口普查分配各州席位，每个州内部分划分选区，每个选区选举该区的众议员。众议员任期两年，每两年改选全部。目前共和党以微弱多数控制（民主党:共和党=213:219，还有 3 个席位空缺）。

Polymarket 网站显示，民主党获得众议院多数席位的概率为 62%，领先共和党 14 个百分点。7 月初在拜登退选之前，民主党尚处于劣势；哈里斯接替拜登成为候选人后，民主党在众议院的获胜概率快速上升。

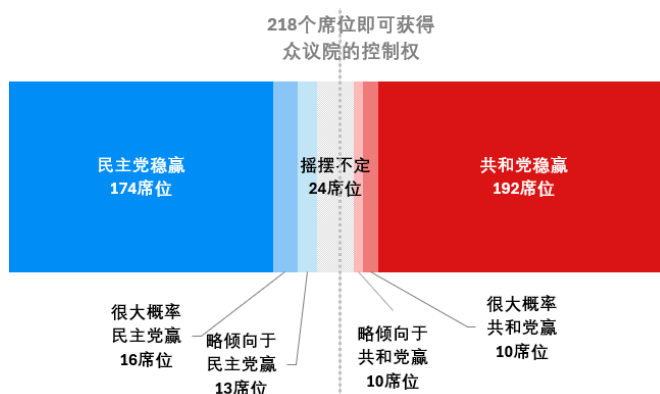
众议院的竞争比参议院更为胶着。根据 cook political 网站统计，435 个席位中，民主党稳赢/大概率赢 190 个席位，略倾向于民主党的有 13 个席位，共和党稳赢/大概率赢 202 个席位，略倾向于共和党的有 10 个席位，还有 24 个席位摇摆不定。

图17：2024 年选举众议院归属的概率 (%)



资料来源：Polymarket, 彭博, 民生证券研究院

图18：2024 年众议院选举的选情示意图



资料来源：cook political, 民生证券研究院

3.2 即使哈里斯当选，绝大部分政策仍是延续拜登

当前哈里斯的民调支持率略高于特朗普，但就算哈里斯最后当选，或许也不必对“哈里斯经济学”过高期待。

首先，政策议程能兑现多少，关键在于今年大选国会的归属。而如果哈里斯当选，大概率迎来“府院分裂”情形（参议院归属共和党的概率持续高于 70%）。其次，哈里斯的大部分政策议案仍是继承“拜登经济学”，仅小部分为哈里斯自己所提出，且这一小部分的落地可能性较小。

表2：特朗普、哈里斯、拜登的税收议案对比

	特朗普-万斯的提案	哈里斯-沃尔兹的提案	拜登-哈里斯的提案
企业所得税	<ul style="list-style-type: none"> 将企业所得税税率由21%降至20%。 将在美国生产产品的企业的所有税率降至15%。 	将企业所得税税率由21%提高至28%。 税收抵免： <ul style="list-style-type: none"> 将5,000美元的创业费用扣除额增加到50,000美元。 为建造经济适用住宅的住宅建筑商、扩大经济适用出租房屋的企业提供税收优惠。 	<ul style="list-style-type: none"> 将企业所得税税率由21%提高至28%。 将全球无形资产低税收入 (GILTI) 税率从10.5%提高到21%。 废除税基侵蚀和反滥用税 (BEAT)，代之以低税利润规则 (UTPR)。 将投资净额所得税扩大到非被动业务收入。 提高化石燃料行业的税收。
个人所得税和工资税	<ul style="list-style-type: none"> 将2017年《减税和就业法案》中即将到期的个人所得税减税永久化。 税收抵免： <ul style="list-style-type: none"> 对小费收入免征税。 对加班薪资收入免征税。 将基本儿童税收抵免扩大到5000美元（万斯提出）。 对社会保障福利免征税。 	<ul style="list-style-type: none"> 为收入低于40万美元的人延长《2017年减税法案》中即将到期的个人所得税减税。 将40万美元以上的净投资收入税和医疗保险税提高到5%。 税收抵免： <ul style="list-style-type: none"> 扩大儿童税收抵免额，1岁以内新生儿6,000美元全额退还，2-5岁儿童3,600美元，6岁及以上儿童3,000美元。 永久化健康保险 (ACA) 保费的税收抵免。 扩大对符合条件的无子女工人的劳动所得税抵免。 对小费收入免征税。 扩大新购房者税收抵免、低收入住房税收抵免。 	<ul style="list-style-type: none"> 为收入低于40万美元的人延长《2017年减税法案》中即将到期的个人所得税减税。 将40万美元以上的净投资收入税和医疗保险税提高到5%。 税收抵免： <ul style="list-style-type: none"> 扩大儿童税收抵免，幼儿3,600美元全额退还，大龄儿童3,000美元。 永久化健康保险 (ACA) 保费的税收抵免。 扩大对符合条件的无子女工人的劳动所得税抵免。
资本利得税、投资收入税	<ul style="list-style-type: none"> 没有相关提议。 	<ul style="list-style-type: none"> 40万美元以上收入群体的净投资收入税 (NIIT) 从3.8%提高至5%。 对100万美元以上的长期资本利得应税收入的最高税率提高至28%。 	<ul style="list-style-type: none"> 超过100万美元的长期资本利得、超过500万美元的死亡时未实现资本收益按普通所得税税率征税。 对净财富超过1亿美元的家庭扩大收入衡量标准，包括对未实现的资本收益征收20%的最低有效税率。
股票回购税	<ul style="list-style-type: none"> 没有相关提议。 	<ul style="list-style-type: none"> 将股票回购税率提高至4%。 	<ul style="list-style-type: none"> 将股票回购税率提高至4%。
其他	<ul style="list-style-type: none"> 废除州和地方税扣除额 (SALT) 上限。 		

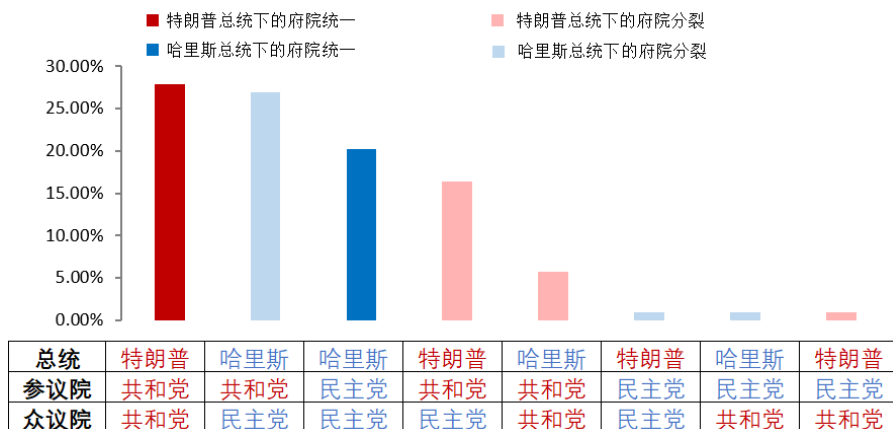
资料来源：tax foundation，民生证券研究院

3.3 “哈里斯当选+府院分离”组合，如何影响资产价格？

如果哈里斯当选总统，大概率将是“参议院归属共和党、众议院归属民主党”的分裂组合。

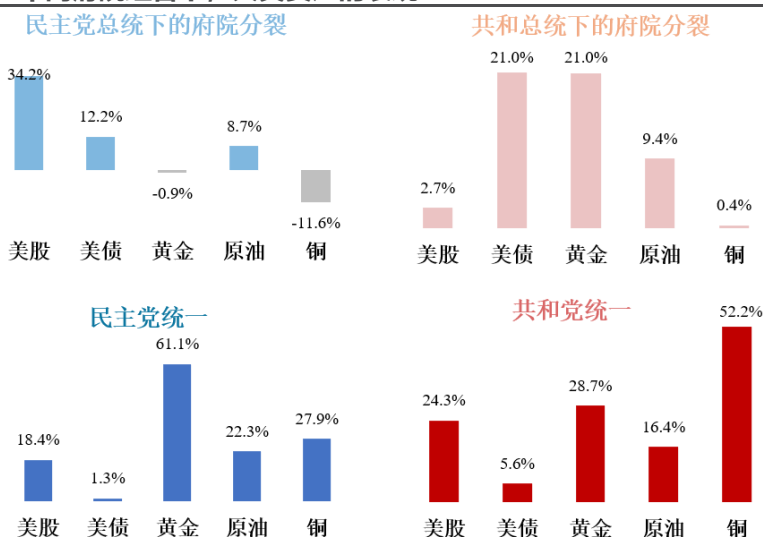
复盘历史，民主党总统下的府院分裂时期，美股和美债表现较好，黄金和铜价格下跌；如果迎来府院统一，那么美股、黄金、原油、铜都的平均涨幅都能有不错表现。

图19: 2024 美国大选府院归属的分布概率



资料来源: polymarket, 彭博, 民生证券研究院

图20: 不同府院组合下, 大类资产的表现



资料来源: 彭博, 民生证券研究院 (数据统计为 1942 年至今, 计算方法为选取不同府院组合时期, 计算大类资产累计涨跌幅的平均值)

前文提到, 哈里斯大部分政策仍是延续拜登经济学, 仅有少量税收抵免政策等议案为哈里斯自己创新, 且这部分大概率难以落地。对于哈里斯政策对资产价格的影响, 我们仍可以将拜登任职时期的资产表现作为参考:

权益方面, 印度、美国、中国台湾表现较好; 其次是欧洲股市。分行业看, 得益于拜登的气候政策, 能源行业涨幅遥遥领先, 信息科技行业紧随其后。**债券方面**, 美国高收益债表现好于投资级债券, 欧洲高收益债也表现较好。**商品方面**, 原油涨幅突出, 其次是黄金, 铁矿石和天然气表现较弱。

图21：拜登任期内，各类资产的涨跌幅

权益(当地货币)		MSCI权益		ACWI行业		兑美元汇率		固定收益		商品	
印度SENSEX30	108.2%	印度	102.3%	能源	120.0%	墨西哥比索	8.3%	Caa美国高收益债	31.7%	WTI原油	31.4%
意大利富时MIB	74.4%	西班牙	71.4%	信息技术	81.7%	瑞士法郎	7.2%	美国高收益债	19.4%	布伦特原油	30.7%
西班牙IBEX35	73.3%	意大利	68.1%	银行	69.2%	新加坡元	5.2%	欧洲高收益债券	16.1%	COMEX黄金	39.6%
台湾加权指数	72.2%	美国	62.5%	金融	68.9%	巴西雷亚尔	3.0%	美国0-3个月短期国债	11.1%	LME铜	38.8%
标普500	65.6%	中国台湾	58.8%	工业	51.0%	英镑	2.7%	美国2年期国债	2.9%	COMEX银	31.9%
日经225	59.2%	墨西哥	54.0%	生物制药与生物科技	34.8%	加元	-3.2%	新兴市场公司债	1.6%	NYMEX铂	12.3%
欧元区STOXX50(欧元)	54.1%	加拿大	47.5%	医疗保健	30.3%	欧元	-4.8%	新兴市场主权债	0.9%	铁矿石	13.5%
法国CAC40	52.4%	英国	45.7%	电信业务	24.5%	人民币	-4.8%	Baa美国投资级债	-0.4%	NYMEX天然气	19.8%
德国DAX	51.9%	法国	40.6%	原材料	21.6%	澳元	-5.1%	美国10年期TIPS	-1.6%		
加拿大S&P/TSX综合	49.2%	欧盟	37.8%	公用事业	19.9%	新西兰元	-6.7%	美国投资级公司债	-2.6%		
新加坡海峡指数	44.1%	澳大利亚	32.7%	日常消费品	16.1%	新台币	-10.6%	美国房地产抵押证券	-3.7%		
墨西哥INMEX	43.7%	新加坡	25.4%	非日常消费品	11.9%	印度卢比	-11.0%	日本政府债	-6.8%		
英国富时100	39.9%	德国	20.3%	房地产	-10.6%	瑞典克朗	-13.9%	美国国债	-7.8%		
澳洲标普200	35.4%	瑞士	19.0%			韩元	-14.7%	德国政府债	-15.9%		
胡志明指数	35.4%	日本	18.9%			日元	-27.4%	英国政府债	-26.0%		
巴西IBOVESPA	33.9%	巴西	4.5%					美国30年期国债	-35.3%		
瑞士SMI	16.0%	韩国	-8.2%								
韩国综指	10.0%	越南	-18.8%								
上证指数	-16.5%	中国香港(美元)	-24.6%								
恒生指数	-26.6%	中国A股(美元)	-35.1%								

资料来源：wind，彭博，民生证券研究院（数据统计为2020年11月4日-2024年9月20日）

4 风险提示

1) **美国大选进展超预期。**目前美国大选处于哈里斯和特朗普两人胶着竞争的格局，突发性事件可能导致选情超预期大幅变化。

2) **美国经济恶化超预期。**目前美国经济衰退的理由仍不充分。如果基本面超预期转差，发出明确的衰退信号，可能影响明年美国的政策走向。

插图目录

图 1: 美国住房供应量在历史低位.....	4
图 2: 美国住房需求仍较低迷.....	4
图 3: 美国房价同比增速和住房 CPI 同比增速.....	5
图 4: 美国食品和饮料零售商的利润率正在回落.....	6
图 5: 美国食品和饮料 CPI 已经降至低位。.....	6
图 6: 不同大选结果情景下, 美国 CPI 同比增速预测 (季频, %, 虚线为预测值).....	6
图 7: 哈里斯的政策愿景: 按对财政赤字的影响分类.....	7
图 8: 哈里斯的政策议程对未来 10 年美国赤字的影响预测.....	8
图 9: 哈里斯的政策议程对未来 10 年美国赤字的影响预测 (十亿美元).....	8
图 10: 美国联邦政府每年财政赤字规模 (十亿美元).....	9
图 11: 美国重大财政政策往往成型于“府院统一”时期, 而长时间的政府关门往往在“府院分裂”时期.....	10
图 12: 2024 年参议院选举的选情示意图.....	11
图 13: 2024 年选举参议院归属的概率 (%).....	12
图 14: 俄亥俄州参议员选举: 候选人支持率 (%).....	12
图 15: 密歇根州参议员选举: 候选人支持率.....	12
图 16: 蒙大拿州参议员选举: 候选人支持率.....	12
图 17: 2024 年选举众议院归属的概率 (%).....	13
图 18: 2024 年众议院选举的选情示意图.....	13
图 19: 2024 年美国大选府院归属的分布概率.....	15
图 20: 不同府院组合下, 大类资产的表现.....	15
图 21: 拜登任期内, 各类资产的涨跌幅.....	16

表格目录

表 1: 哈里斯的抗通胀议程: 聚焦 4 领域.....	3
表 2: 特朗普、哈里斯、拜登的税收议案对比.....	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026