

宏观点评 20240115

2024 美国大选指南：这次有何不一样？

2024 年 01 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《大选年开年，美欧经济表现如何》

2024-01-14

《“开门红”到底红了谁？—国内宏观经济周报》

2024-01-14

■ **2024 美国大选随着共和党的艾奥瓦州初选拉开帷幕。**今年美国大选相比以往在全球更备受关注，主要原因有两点：一是美国两党围绕经济结构和财富分配长达数十年的斗争将达到高潮；二是美国政党更迭的可能性显著加大，也将导致政策不确定性激增。因此，虽然传统观点认为大选即便混乱也不会对市场造成太大影响，但我们认为这次将有所不同，并且最近的两次大选已经给市场留下了新的烙印，比如：

■ **美股的 11 月行情：**2016 与 2020 年的大选，美股在 11 月分别上涨了 4% 和 11%（图 1），这是自 1980 年大选以来首次出现，而即便经历了 11 月的上涨，美股在随后的三个月仍然能录得 10% 以上的涨幅。

■ **黄金的大涨：**2016 年和 2020 年的大选，黄金均迎来爆发，当年最大涨幅分别有 30% 和 44%，远超非大选年（图 2）。而即便退一步从全年的角度来看，黄金的涨幅也相当可观：2020 年黄金收益率高达 25%，在主要大类资产中“拔得头筹”，远超同期上涨 18% 的美股。

■ **潜在的“宪政危机”：**例如 2016 年，希拉里以 50% 的支持率对决 42% 支持率的特朗普，但最终却以 306:232，让特朗普成功翻盘拿下大选；再比如 2020 年，拜登成功当选后，特朗普不认可选举结果，出现的史无前例拒不承认败选结果的局面。

■ 由此可见，大选对资产价格有着重要且独特的影响。而围绕着本次总统选举，我们还需要将目光聚焦于总统候选人上，分三步来推演后续大选将会如何演绎：

■ **首先，本次大概率还是拜登和特朗普的“二番战”。**拜登和前总统特朗普目前仍是各自阵营的“最爱”：通过图 3-4，不难发现双方在各自党内的支持率遥遥领先，其他候选人的支持率难以望其项背。

因此从最后参与“对阵”的可能性来看，除非拜登身体出现问题或支持率创下新低，否则民主党人将继续选择拜登。共和党方面，在其他候选人并未起势的情况下，如果“抛弃”特朗普，导致他以第三党候选人身份参选，这反而会降低共和党胜选的概率，这一“得不偿失”的结果显然是共和党不愿看到的。

■ **其次，赢得大选需要什么样的条件？**鉴于距离 11 月大选仍有相当长一段时间，现在就给出最终的判断显然是草率且武断的。因为从历史上看，大选前突发新闻和事件的爆出，直接改变选民想法和选举结果的例子“屡见不鲜”。

不过以经济及地缘政治为重要抓手，我们仍旧可以推演出双方在何种情形下胜选的概率更大：经济实现软着陆的同时，如果在大选前俄乌及巴以冲突能够快速得到平息或取得重大的成果，则拜登胜选的可能性较大（图 5）。但是倘若经济陷入衰退，且地缘政治深陷泥潭受到全球的指责，那么这将加大特朗普的胜面。

■ **最后，当选后会有怎样的结果？**从美国对内的角度而言，哪一方胜选都将有利于国内经济。因为通过历史来看，虽然特朗普和拜登对内的侧重点不同，但双方都采取了相对积极的财政政策刺激国内经济（图 6）。

从美国对外的角度而言，拜登选择维护“朋友圈”，特朗普主张“退群”。如果拜登连任，则诸边策略将得到延用：利用现有联盟，动员“志同道合”的国家，将中国和俄罗斯等竞争对手排除在外，以促成更深层次的合作。而若特朗普回任，他将重启“摆脱全球”主义，强化“美国优先”政策，着重民族主义外交政策目标，届时特朗普或将以更加激进的方式降低对华依赖（图 7）。

■ 那么回头来看选举流程及时间线，我们建议主要关注 3 月的“超级星期二”、7-8 月两党候选人最终提名以及 11 月的总统大选（图 8）。具体来看：

■ **大选“三部曲”：党内初选或党团会议→党代会→终选。**艾奥瓦州初选的开始，意味着大选“第一枪”正式打响。虽然特朗普在初选中有绝对的优势，支持率远超第二位候选人黑利。但值得关注的是，黑利的理念是支持传统共和党价值观，坚定反对堕胎，这为她吸引共和党建制派获得一定的基础。在第二个初选州（新罕布什尔），特朗普与黑利的支持率差距本就较小（14%）的情况下，倘若黑利能够整合 11% 的里根共和党人选票，这将给特朗普后续选举造成一定的压力。

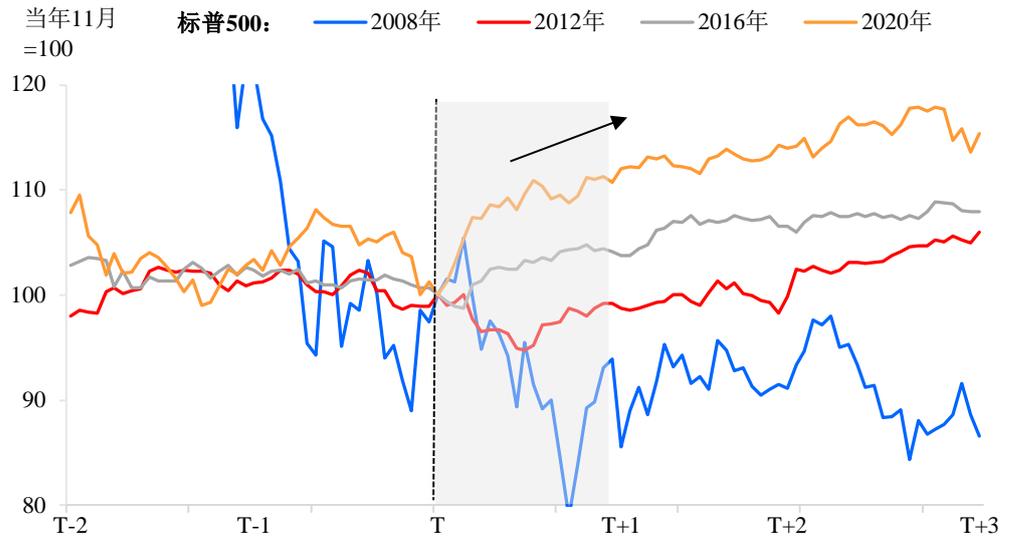
接下来需要重点关注的便是 3 月 5 日的“超级星期二”，加利福尼亚州、德克萨斯州、北卡罗来纳州和弗吉尼亚州在内的十多个州的选民将在这一天进行投票。这一天之所以重要，是因为最终获得党内提名的候选人多数在这一天提前锁定大选候选人的胜局，且市场波动可能进一步加大。例如 2020 年，虽然“超级星期二”前，桑德斯民调支持率始终高于拜登，但受制于桑德斯将支持率转换为得票率的效果有限，最终使得拜登反超桑德斯成为最后党内提名的候选人，美股受此影响日内涨近 5%。

■ **终选的“前哨”是 9 月的辩论，投票结果于 11 月“官宣”。**总统候选人从 9 月开始根据一定的主题进行陈述、相互辩论以及主持人+选民提问。辩论主题通常涵盖各种政策领域，如经济、外交政策、国家安全、医疗保健、气候变化等。辩论主题由主办方事先确定，通常代表了选民最关心的问题。最后选民将在 11 月 5 日投出选票，选出下一任总统。

■ **未来重点关注摇摆州选情。**因为摇摆州是美国总统候选人想要赢得大选的“制胜法宝”。因此，若未来关键摇摆州的大票仓仍能够巩固在拜登手中，其战胜特朗普的概率也将加大。反之如果特朗普获得领先优势，其回任的可能性得到提高，市场的波动性也将进一步上升。

■ **风险提示：**经济形势变化超预期；美国候选人结果超预期；特朗普或其他候选人资格变化超预期；挑战特朗普竞选资格遭受连锁效应等。

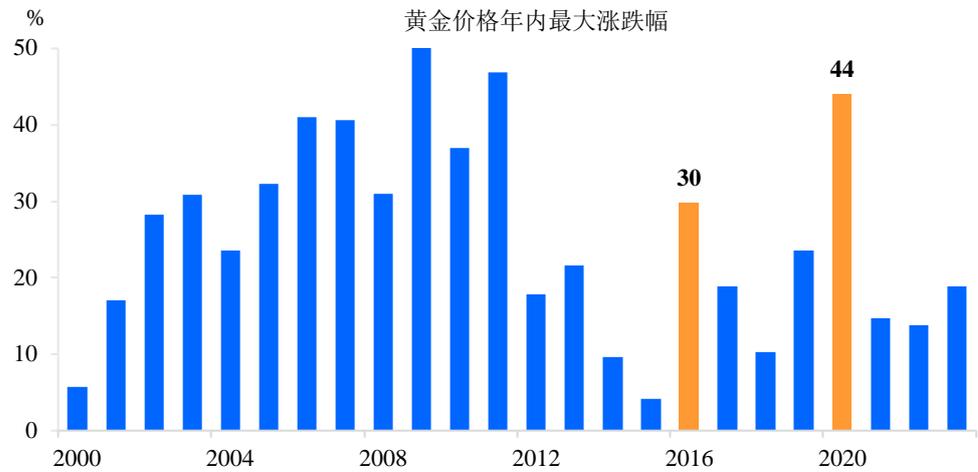
图1：2020年及2016年，美股的“11月效应”尤为明显



注：阴影部分为11月美股走势；T为大选选举当月（11月），前后为月度变化。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

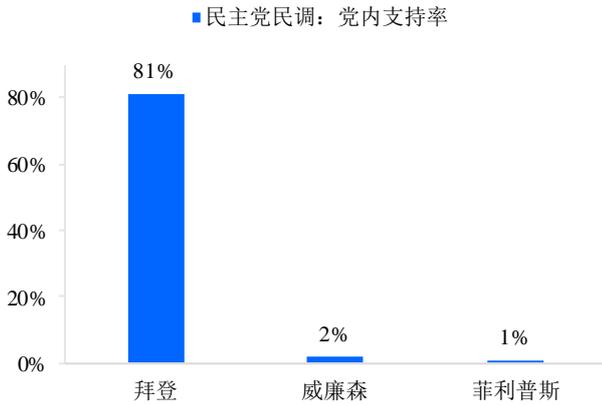
图2：黄金在近两次总统大选年表现“优异”



注：2000年、2004年、2008年、2012年、2016年及2020年为总统大选年。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

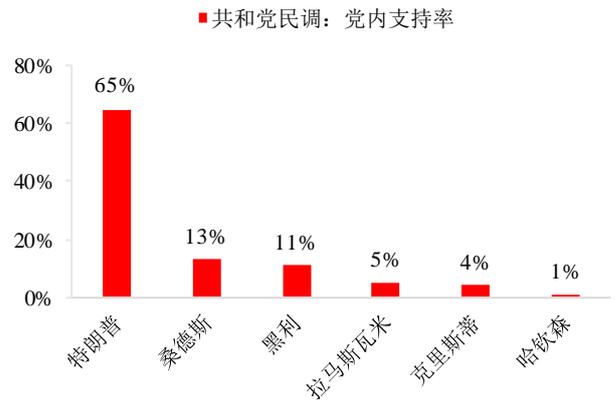
图3: 拜登在民主党候选人内支持率遥遥领先



注: 民调结果截至 2024 年 1 月 6 日。

数据来源: Morning Consult, 东吴证券研究所

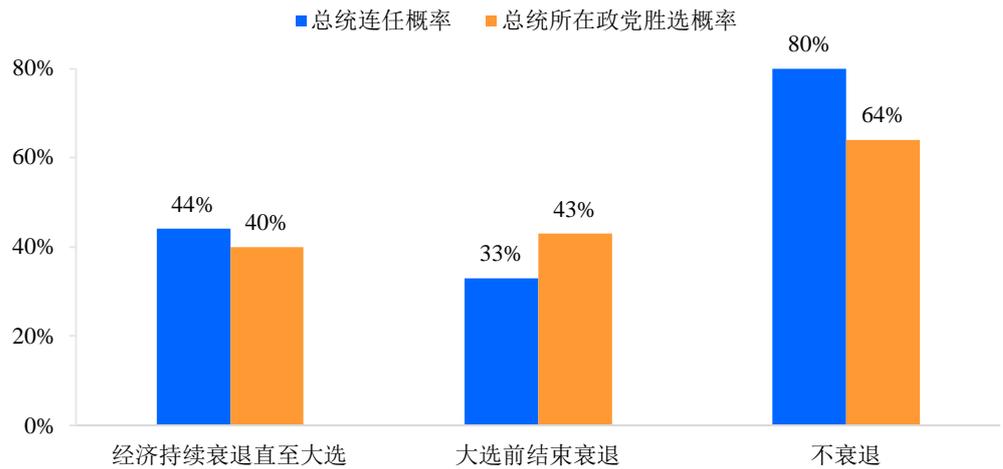
图4: 特朗普在共和党候选人内支持率遥遥领先



注: 民调结果截至 2024 年 1 月 6 日。

数据来源: Morning Consult, 东吴证券研究所

图5: 经济衰退对选举有很大影响, 如果 2024 年实现“软着陆”, 拜登连任概率较大



数据来源: Bloomberg, NBER, Dave Leip's Atlas, 东吴证券研究所

图6: 拜登和特朗普的财政政策 (对美国国内) 对比

总统	年份	政策	属性	支出 (%GDP)	税收收入 (%GDP)	总计 (%GDP)	政策横跨时长 (年)
拜登	2021	新冠纾困救助计划	危机时期的经济刺激	7.6%	0.2%	7.9%	2
	2021	基础设施投资和就业法案 (IIJA)	产业政策/投资	1.9%	-0.2%	1.6%	10
	2022	芯片与科学法案 (CHIPS)	产业政策/投资	0.2%	0.1%	0.3%	10
	2022	IRA: 支出与税收	产业政策/投资	1.0%	21.0%	3.1%	10
		IRA: 抵消	-	-1.8%	-1.1%	-2.9%	10
特朗普	2017	减税和就业法案	减税	0.0%	9.5%	9.5%	9
	2020	新冠病毒援助、救济与经济安全法案 (CARES)	危机时期的经济刺激	5.9%	1.8%	7.8%	2
	2020	两党间的COVID援助协议	危机时期的经济刺激	3.9%	0.0%	3.9%	1

数据来源: 桥水, 东吴证券研究所

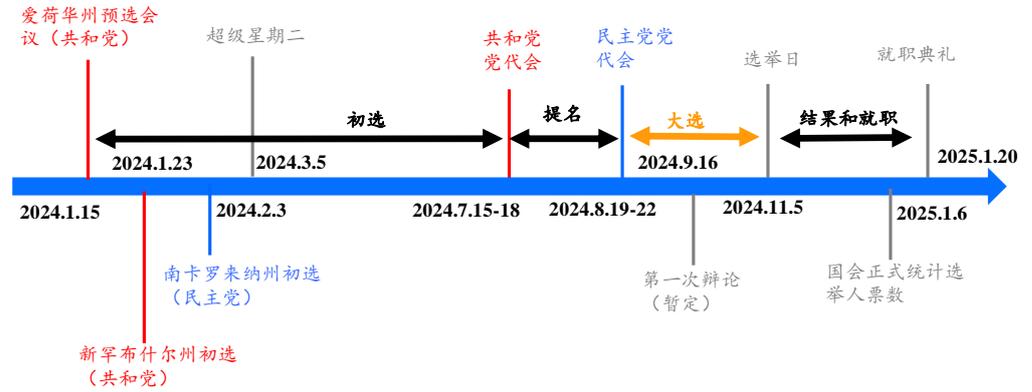
图7: 拜登和特朗普的对外政策对比

分类	政策/领域	拜登政府 (2021年至今)	特朗普政府 (2017-2020年)
贸易	钢铁/铝关税	取消对欧盟的关税	对欧盟、加拿大和墨西哥施加关税
	北美自由贸易协定	-	批评和重新谈判
	跨太平洋伙伴关系协定	-	退出
	世界贸易组织	继续削弱上诉机构的作用	削弱上诉机构的作用
其他多边主义	巴黎气候协定	重新加入	退出
	世界卫生组织	重新加入并恢复资金支持	宣布退出并削减资金
	伊朗核协议	试图重新谈判	退出
诸边合作	半导体控制	与日本和荷兰联合	-
	美国-欧盟政策一致性	建立一致性, 例如贸易和技术理事会	-
军事联盟	北大西洋公约组织	密切合作和支持	对北约的严厉指责
	亚太地区	重点关注领域 (例如, 澳英美协议、日本、菲律宾)	

注: 标蓝意味着增加了多边或全球合作; 标黄意味着减少了多边或全球合作。

数据来源: 桥水, 东吴证券研究所

图8: 美国 2024 年大选时间线



注: ① “超级星期二”今年在三月,是多个州同时举办总统候选人初选的星期二。人口大州,加州和德克萨斯州都参与当日的选举,由此这一天尤为重要;
 ② 特朗普首次亮相1月15日爱荷华州初选,拜登首次亮相2月3日南卡罗莱纳州初选。
 数据来源: Election Central, 华尔街日报, New Yorker, 东吴证券研究所

图9: 9月第一次辩论前, 总统候选人选举的详细时间表

日期	州	民主党	共和党
2024-01-15	爱荷华		党团会议
2024-01-23	新罕布什尔	初选	初选
2024-02-03	南卡罗来纳	初选	
2024-02-06	内华达	初选	
2024-02-08	内华达		党团会议
2024-02-24	南卡罗来纳		初选
2024-02-27	密歇根	初选	初选
2024-03-02	爱达荷		党团会议
	密苏里		党团会议
2024-03-04	北达科他		党团会议
	亚拉巴马		初选
	阿拉斯加		党团会议
	阿肯色	初选	初选
	加利福尼亚	初选	初选
	科罗拉多	初选	初选
	爱荷华	党团会议	
	缅因	初选	初选
2024-03-05	马萨诸塞	初选	初选
	明尼苏达	初选	初选
	北卡罗来纳	初选	初选
	俄克拉荷马	初选	初选
	田纳西	初选	初选
	德克萨斯	初选	初选
	犹他	初选	党团会议
	佛蒙特	初选	初选
	弗吉尼亚	初选	初选
2024-03-12	佐治亚	初选	初选
	夏威夷		党团会议
	密西西比	初选	初选
	华盛顿	初选	初选
2024-03-19	亚利桑那	初选	初选
	佛罗里达	初选	初选
	伊利诺伊	初选	初选
	堪萨斯	初选	初选
	俄亥俄	初选	初选
	路易斯安那	初选	初选
2024-03-23	密苏里	初选	
	康涅狄格	初选	初选
2024-04-02	特拉华	初选	初选
	纽约	初选	初选
	罗得岛	初选	初选
	威斯康星	初选	初选
	阿拉斯加	初选	
2024-04-06	夏威夷	初选	
	北达科他	初选	
	怀俄明	党团会议	
2024-04-13	宾夕法尼亚	初选	初选
2024-04-23	波多黎各	初选	
2024-04-28	印第安纳	初选	初选
2024-05-07	马里兰	初选	初选
2024-05-14	内布拉斯加	初选	初选
	西弗吉尼亚	初选	初选
	肯塔基	初选	初选
2024-05-21	俄勒冈	初选	初选
	爱达荷	选区会议	
2024-05-25	华盛顿特区	初选	
2024-06-04	蒙大拿	初选	初选
	新泽西	初选	初选
	新墨西哥	初选	初选
	南达科他	初选	初选
2024-07-15		党代会	党代会
2024-08-19		党代会	

注: 灰色阴影为“超级星期二”; 橙色阴影为共和党及民主党党代会。

数据来源: National Conference of State Legislatures, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>