

“超级星期二”观战手册

——美国选情跟踪 20240304

核心观点:

一、选情跟踪: 3月5日星期二,美国大选周期初选阶段最重要的一天即将到来,16个州将在“超级星期二”(Super Tuesday)的初选中进行投票或举行党团会议。其结果能够为成绩占优的候选人提供强大的动力,也可能使表现不佳的候选人因为缺乏足够的代表票而难以继续竞选,因此将直接影响到候选人在党内的代表票数和最终获得提名的可能性。历史上的“超级星期二”往往能够迅速缩小候选人的范围。与此同时,候选人也能获得更多的媒体曝光和公众关注,这对于他们的竞选策略和资金筹集都有重要影响。拜登方面,在2月28日密歇根州初选中虽然获得了80%支持的胜利,但有13%的选票选择“未承诺”(Uncommitted),以表达对拜登政府在巴以冲突态度上的不满。对于特朗普而言,在2月24日和28日分别赢得了南卡罗来纳州和密歇根州的党内初选,大概率锁定了党内提名,但目前30多个州面临刑事、民事诉讼以及取消候选人资格的诉讼。法律危机会导致特朗普团队难以专心应对选举,并造成现金流危机。目前特朗普支持率在不同民调口径下均对拜登产生了优势,平均支持率为45%,高于拜登的43%。而拜登的执政满意度已经跌至40%以下,与前几任美国总统相比则处于较低的位置。

二、关注经济政策:特朗普2.0将到来? 拜登目前尚未系统性地提出下一任期政策计划,但大概率会延续目前的政策框架,包括继续推行大规模产业政策,推进与盟友等国家的外交联系,以及对低收入群体和学生贷款的支持等。而特朗普团队在本次竞选中陆续提出了一些政策计划,总体风格上延续了他在上个任期打出的贸易保护主义、亲近传统能源等理念。**产业政策方面**,特朗普可能会推翻拜登执政期间的不少成果。**贸易政策方面**,特朗普仍旧打算重演加关税戏码。**税收政策方面**,特朗普希望继续延长上一任期的措施,并进一步降低个人和企业税。**财政政策方面**,特朗普希望还清政府债务,但根据我们的测算,这一目标实现的难度非常大。

三、大选年的资本市场表现如何? 股票和黄金收益在过往的大选年较弱,S&P500在大选年和非大选年涨幅分别为8.63%和11.55%,黄金为3.25%和7.57%。美国2年期和10年期国债收益率来看,大选年稍高。选举日时点对于股市的影响有很强的不确定性。近些年来,美国大选的对资本市场的影响已不仅截止于结果当日,还需要考虑特朗普如果再次败选可能引发的激烈反应。由于担心类似于2021年1月6日国会山骚乱的事件再次发生,衍生品市场已经将11月的选举视为一个可能动荡的市场事件。总体来看,资本市场已经在为特朗普获胜或失利的不同情境做准备,这位商人总统很可能继续以出人意料的政策掀起市场波澜,但其“美国至上”、经济为主、看重股市的态度,也让不少美国资本市场参与者放心。随着大选周期的不断推进,我们的选情跟踪系列也还会带来更多关于大选年政治和经济走向和风险分析。

分析师

章俊

☎: (010) 8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

高明

☎: (010) 8092 7606

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (010) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

风险提示

- 1.海外经济衰退的风险
- 2.地缘政治的风险
- 3.民调误差的风险
- 4.选举超预期的风险

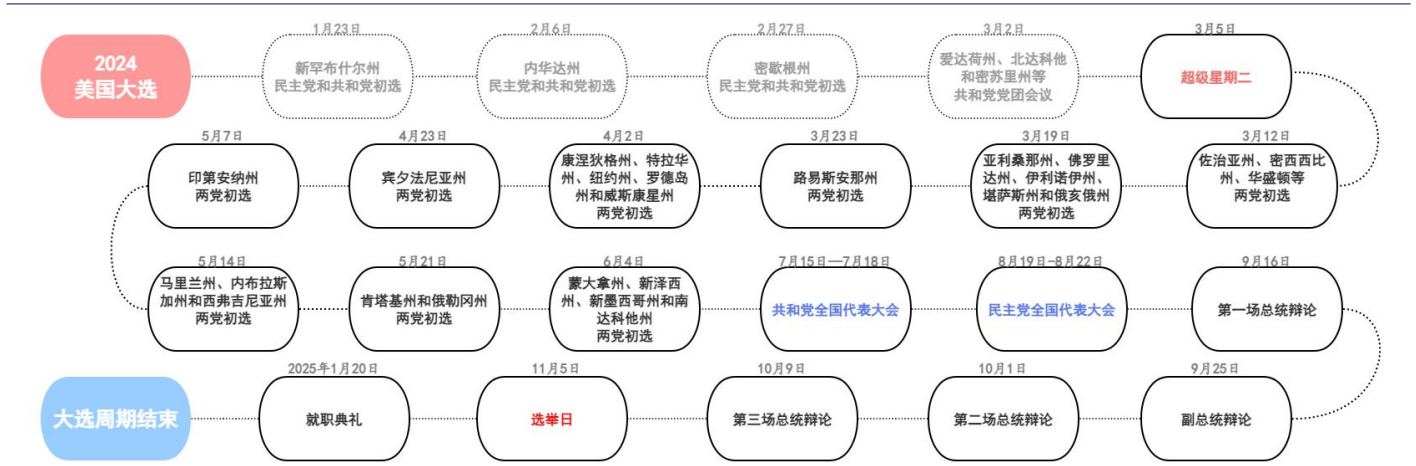
目录

一、 大选进程即将迎来“超级星期二”	3
二、 关注经济政策：特朗普 2.0 将到来？	5
三、 大选年的资本市场表现如何？	7

一、大选进程即将迎来“超级星期二”

3月5日星期二，美国大选周期初选阶段最重要的一天即将到来，16个州将在“超级星期二”（Super Tuesday）的初选中进行投票或举行党团会议。这一天之所以重要，是因为有多个州同时投票，其结果能够为成绩占优的候选人提供强大的动力，也可能使表现不佳的候选人因为缺乏足够的代表票而难以继续竞选，因此将直接影响到候选人在党内的代表票数和最终获得提名的可能性。历史上，“超级星期二”往往能够迅速缩小候选人的范围。与此同时，候选人也能获得更多的媒体曝光和公众关注，这对于他们的竞选策略和资金筹集都有重要影响。

图 1：2024 年美国大选时间线



资料来源：270toWin，中国银河证券研究院

表 1：将在“超级星期二”进行初选的州

倾向党派	共和党	阿拉巴马	阿拉斯加	阿肯色	俄克拉荷马	德克萨斯	犹他	田纳西
	民主党	加利福尼亚	马萨诸塞	明尼苏达	佛蒙特			
	摇摆州	科罗拉多	缅因	北卡罗来纳	弗吉尼亚			

资料来源：中国银河证券研究院

不论是对于拜登还是特朗普，此次“超级星期二”都处在一个关键时刻。尽管他们各自都是其所在党内的最具优势候选人，但两人都面临着不同的挑战。

对于拜登而言，虽然在2月28日的密歇根州初选中以80%的得票取得压倒性胜利，但有13%的选票（即约10.1万人）在选票中选择“未承诺”（Uncommitted），以表达对拜登政府在巴以冲突上的态度和现有政策的不满。选民在候选人一栏选择“未承诺”，意味着虽然正在行使党派投票权，但不支持选票上的候选人。10.1万张选票代表了一个庞大的选民群体，尤其考虑到密歇根州是摇摆州，而正是关键摇摆州往往最终决定谁能入主白宫。一旦此浪潮扩大至全国范围，将对拜登的连任道路构成重大阻碍。因此我们需要观察在“超级星期二”中选择“未承诺”的比例，以及后续拜登在应对此民意时的态度和政策。

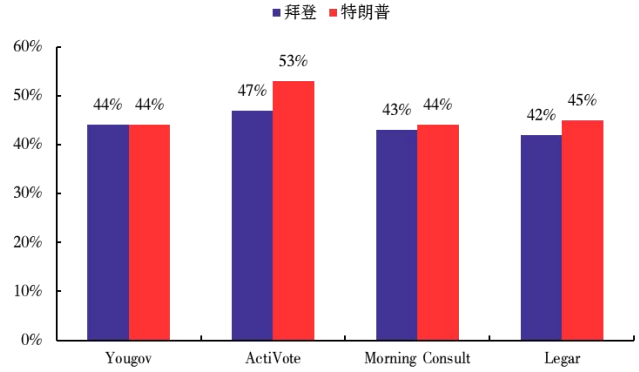
对于特朗普而言，目前已经赢得了密歇根、爱达荷和密苏里州的党团会议，以及爱德华、新罕布什尔、密歇根、南卡罗来纳和内达华的党内初选，大概率锁定了党内提名。其中在其党内最大竞争者黑利的家乡中南卡罗来纳，特朗普以59.8%的支持率获胜，基本扫清了党内的阻碍。同时，黑利的最大资金赞助来源美国繁荣行动（Koch network）表示不再相信继续资助能够对她的竞选产生有意义的影响，因此不再为黑利提供资金，这也对黑利的竞选之路造成打击。

目前民调显示，特朗普的支持率在不同民调口径下均相对拜登具备小幅优势，平均支持率为 45%，高于拜登的 43%。而拜登的执政满意度已经跌至 40% 以下，与前几任美国总统相比已处于较低的位置，甚至低于特朗普执政时期的水平。因此民调上特朗普拥有优势。同时，与 2020 年大选类似，当时很多选民因为反感特朗普而投票给拜登。目前因为拜登的身体状况和对巴以冲突的态度，导致很多选民厌恶拜登。当然，目前的民意支持率并非大选结果的有效预测指标，大选进程仍充满变数。

图 2：拜登就任以来满意度（%）



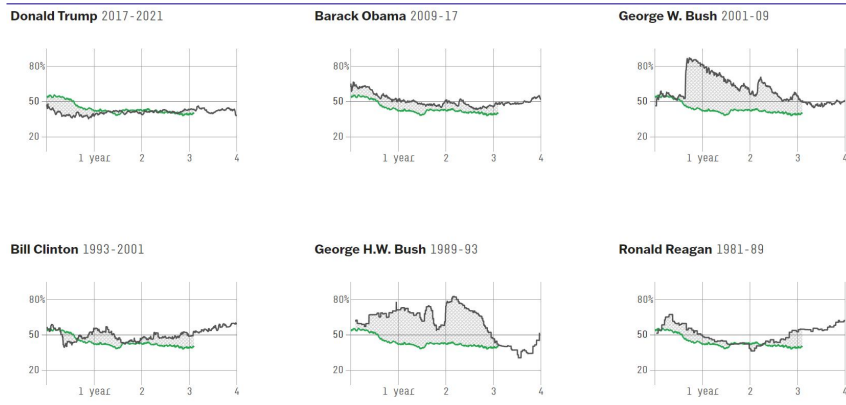
图 3：特朗普和拜登支持率



资料来源：FiveThirtyEight，中国银河证券研究院

资料来源：FiveThirtyEight，中国银河证券研究院

图 4：拜登就任满意度低于前几任总统（%）

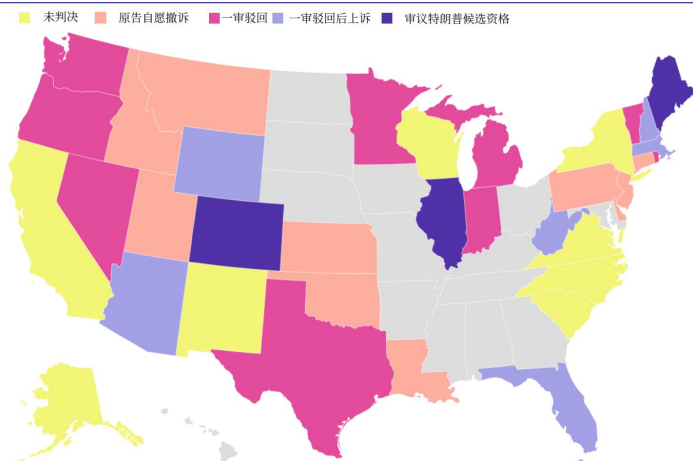


资料来源：FiveThirtyEight，中国银河证券研究院

注：各图中绿色线和数值表示特朗普的支持率

但特朗普当前的麻烦是在 30 多个州面临 4 项刑事诉讼、多起民事诉讼以及取消候选人资格的诉讼。目前已判处 4.5 亿美元罚款和赔偿。3 月 1 日特朗普的佛罗里达州机密文件听证会结束，法官尚未做出任何裁决，也没有就审判日期做出任何正式的日程安排。美国最高法院还将在 4 月 22 日审理特朗普密谋推翻 2020 年大选结果的刑事指控。法律危机或导致特朗普团队难以专心应对选举，并加大现金流危机的风险。

图 5：特朗普在美国多个州被起诉



资料来源：Lawfare，中国银河证券研究院

二、关注经济政策：特朗普 2.0 将到来？

拜登目前尚未系统性地提出下一任期政策计划，但大概率会延续目前的政策框架，包括继续推行大规模产业政策，推进与盟友等国家的外交联系，以及对低收入群体和学生贷款的支持等。而特朗普团队在本次竞选中陆续提出了一些政策计划，总体风格上延续了他在上个任期打出的贸易保护主义、亲近传统能源等理念。

产业政策方面，特朗普可能会推翻拜登执政期间的不少成果。特朗普计划继续支持传统能源行业，计划增加石油钻探，并向石油、天然气和煤炭生产商提供税收减免，并废除拜登政府推行的对电动汽车、新能源等行业的支持，并取消拟议的新污染限制，该限制要求到 2030 年美国销售的新车中至少有 54% 是电动汽车。我们曾在《“拜登经济学”可以让美国避免衰退？》中详细剖析了拜登的产业政策。如果特朗普再次当选，美国现行业政策很可能会受到打击，并可能更多关注铁锈带的传统产业、而非以硅谷为代表的高端产业。特朗普还声称如果再次当选，不排除第二次退出《巴黎协定》的可能。

贸易政策方面，特朗普仍旧打算重演加关税戏码。特朗普声称计划对所有美国进口商品征收 10% 的基线关税。在特朗普第一任期之前，美国每年通过对约四分之一的进口商品征收关税筹集约 300 亿美元。特朗普第一任期的贸易政策已经将美国关税税率从 0.13% 提升至了 0.25% 左右，对大约三成的进口货物收进口税，收入总计约 1000 亿美元。如果真的对所有进口商品征收 10% 的普遍基准关税，预计每年关税收入可达 3500 至 4500 亿美元，也就意味着 2025 年至 2035 年间美国进口关税年收入将增加四倍以上。由于特朗普提出的“10% 全面关税”没有实施细则，具体还不清楚对哪些商品征收关税，以及如何增加（在目前基础上加 10% 将税率提高至 10%）。

虽然表面上看，将显著舒缓美国财政压力，但关税也可能会通过提高消费品和资本品的价格，降低美国消费者和企业的购买力，从而减缓经济增长。此外，加关税还可能引发贸易伙伴的报复性关税，降低美国出口。

同时，特朗普提到如果当选可能对中国进口商品征收超过 60% 的关税。目前美国进口中国商品占其 16.5% 的总进口额，60% 的关税意味着 1600 亿美元的关税额。鉴于拜登推行了四年的“友岸外包”依然不能完全替代中国产品，预计此言论大概率也只是特朗普为竞

选造势的工具。但其中的风险依然值得注意，特别是考虑到特朗普的极限施压策略在其上一任期多次体现，不排除继续用极高关税作为筹码。

税收政策方面，特朗普希望继续延长上一任期的措施，并进一步降低个人和企业税。特朗普的竞选团队希望将所有个人减税政策延长 10 年，这表明他打算继续实施其在 2017 年通过的《减税和就业法案》（Tax Cuts and Jobs Act）中的减税措施。这与他在 2016 年竞选时提出的政策一致，即通过减税来刺激经济增长。企业税方面，特朗普计划进一步降低到 15%。这一税率比他在 2017 年实施的 21% 的企业税率还要低。在他上一任期，由于《减税和就业法案》（TCJA）的实施，美国联邦企业税率降至 21%，此前，美国企业所得税最高税率为 35%。

财政政策方面，特朗普称希望还清政府债务。今年 1 月特朗普声称：“我们将还清自己的债务”，但由于没有更具体的施政细则，尚不清楚他将如何增加资金偿还全部美国国债。在特朗普上一任期内，联邦公共债务从 14.4 万亿美元，增加了 7.2 万亿美元至 21.6 万亿美元。根据美国无党派组织“负责任联邦预算委员会”估算，四年任期内，即使特朗普截断所有支出，或将收入增加一倍，也不足以偿还债务。十年内，清偿债务需要将所有联邦支出削减约 60%，或将收入增加三分之二。假设社会保障、医疗保险和国防支出免于削减（与特朗普的言论一致），则即使停止所有剩余支出，也无法还清债务。而且为了弥补减税带来的赤字，特朗普的计划可能会导致联邦预算赤字显著增加，预计规模在 2 万亿到 3 万亿美元之间，美国财政很可能面临赤字进一步扩大和国债增加的情况。

表 2：特朗普第一任期政策与此次竞选主张对比

政策领域	第一任期政策	本次竞选期间提出的政策
关税	1. 对中国商品的平均关税从 2017 年的 3.1% 上升到 2019 年 8 月的 24.3% 2. 对太阳能板征收 30% 关税，4 年逐渐递减至 15% 3. 对洗衣机和零件征收 20%-50% 的关税 4. 对钢铁进口征收 25% 关税，对铝进口征收 10% 关税	1. 对所有进口商品征收 10% 基准关税 2. 对所有中国进口商品征收 60% 的关税 3. 敦促国会通过一项“特朗普互惠贸易法案”，赋予总统权力对任何对美国征收关税的国家征收互惠关税
贸易	1. 中美第一阶段贸易协定 2. 美国-墨西哥-加拿大贸易协定（USMCA） 3. 修改美韩双边自由贸易协定（KORUS FTA） 4. 退出跨太平洋伙伴关系协定	1. 逐步停止从中国进口 2. 扩大中国持有美国资产禁令
税收	1. 《减税和就业法案》 2. 个人所得税最高税率从 39.6% 降至 37% 3. 公司税从最高 35% 累进税率改为 21% 单一税率 4. 无资本利得税	1. 当选后会推动额外的减税措施并带来“特朗普经济繁荣”
能源	1. 特朗普政府支持化石燃料产业，放宽了对煤炭、石油和天然气开采的限制 2. 退出巴黎气候协定	1. 增加公共土地上的石油钻探，并向石油、天然气和煤炭生产商提供税收减免。 2. 取消拜登政府的电动汽车支持，并取消拟议的新污染限制，该限制要求到 2030 年美国销售的新车中至少有 54% 是电动汽车。 3. 退出《巴黎气候协定》，终止风能补贴，并取消拜登针对白炽灯泡、燃气灶、洗碗机和淋浴喷头实施和提议的法规
外交	1. 特朗普的“美国优先”政策在外交上表现为对传统盟友的贸易压力和对传统对手的强硬立场。	1. 24 小时内结束俄乌战争，停止支援乌克兰 2. 退出北约

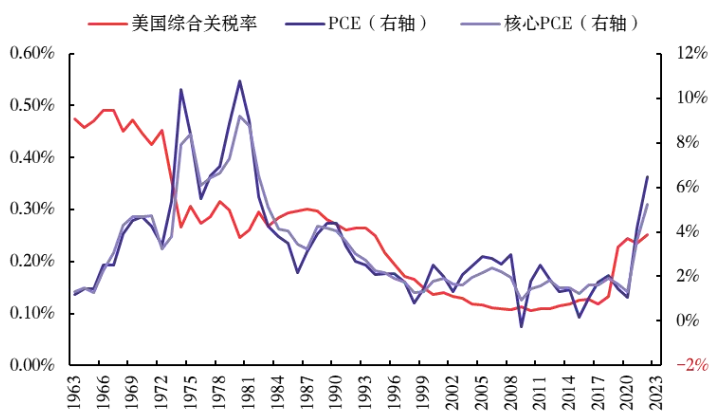
资料来源：White House, Fox News, New York Times, 中国银河证券研究院

三、大选年的资本市场表现如何？

资本市场应为特朗普可能再次当选总统做好准备，尽管特朗普在 2020 年输给了拜登，但他在 2016 年的胜利背后反应出的选民不满情绪自那时以来有增无减。尽管特朗普离任后面临严重的法律问题，但这些都可能会不会影响他的竞选结果。

如果大幅度提高关税，势必对美国国内商品价格和通胀水平造成冲击。1995 年 WTO 成立之后，美国关税从 0.3% 的水平逐渐下降，跨国贸易也在得到了蓬勃发展，美国通胀水平逐渐从 4% 左右下降至 2% 附近。当前，10% 的关税意味着供应链全面涨价，甚至造成贸易中断，内需收缩，将会再次显著推高美国通胀。

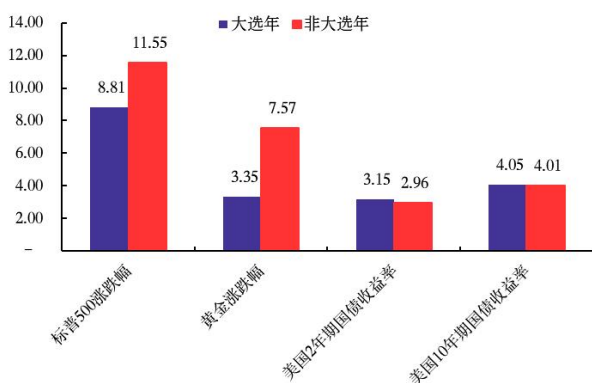
图 6：美国核心 PCE 和关税



资料来源：wind，中国银河证券研究院

资本市场如何对美国总统大选过程和结果进行反应？我们统计了从 1952 年来的资本市场情况（剔除 2008 年），股票和黄金在非大选年要好于大选年，其中标普 500 指数在大选年和非大选年涨幅分别为 8.63% 和 11.55%，黄金为 3.25% 和 7.57%。美国 2 年期和 10 年期国债收益率来看，大选年要高于非大选年。

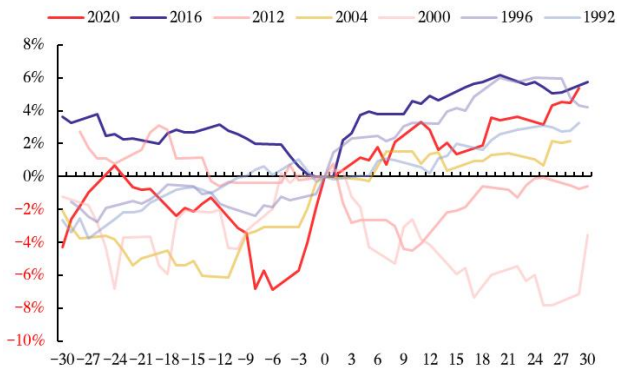
图 7：大选年和非大选年资产表现对比 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院

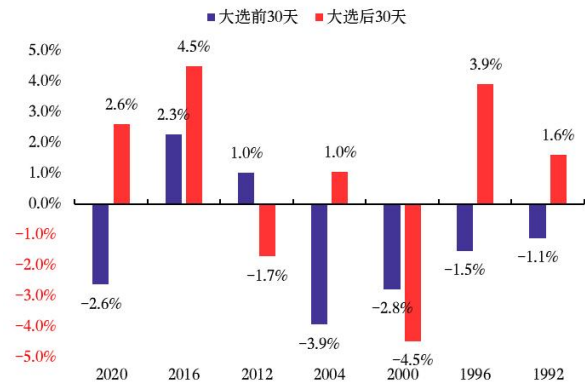
对于单一股票市场，我们分析了标普 500 指数在 1992 年后的选举年中，在大选日前后 30 天对比选举日的收益情况，发现选前收益率为负但选后收益率为正的年份有四次，分别为 2020, 2004, 1996 和 1992；选前选后都为正收益的仅 2016 年，也就是特朗普赢得总统时，注意此时民意普遍认为民主党候选人希拉里会获胜，但超预期选举结果并未造成股市大范围波动；而 2012 年奥巴马连任时股市收益率为先正后负。2000 年受互联网泡沫危机影响选举前后均为负。可见，选举日时点对于股市的影响有很强的不确定性。

图 8：各选举年标普 500 在选举日前后 30 天每日收益率 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9：各选举年标普 500 在选举日前后 30 天总收益率 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

近些年来，美国大选的对资本市场的影响已不仅截止于结果当日，还需要考虑特朗普如果再次败选可能引发的激烈反应。由于担心类似于 2021 年 1 月 6 日国会山骚乱的事件再次发生，衍生品市场已经将 11 月的选举视为一个可能动荡的市场事件。总体来看，资本市场已经在为特朗普获胜或失利的不同情境做准备，这位商人总统很可能继续以出人意料的政策掀起市场波澜，但其“美国至上”、经济为主、看重股市的态度，也让不少美国资本市场参与者放心。随着大选周期的不断推进，我们的选情跟踪系列也还会带来更多关于大选年政治和经济走向和风险的分析。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014 年获得第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016 年获得第 14、15 届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn