

追踪美国大选：“齿轮”已经开始转动

2024年03月09日

- 美国大选可能是今年最重要的外部宏观变量，特朗普和拜登大概率将于 11 月再次对决。近期民调显示特朗普的支持率高于拜登，在大部分关键摇摆州也是如此，不过早期民调对大选结果的预见性历来比较有限。
- 在跟踪美国大选时，还应关注影响两党选情具体问题的走向。拜登确实面临不少难题，除了无解的年龄问题，移民问题最为棘手、地缘问题“两头不讨好”。这些问题在接下来几个月存在调整策略的机会，也存在冒出“黑天鹅”的风险。
- 黑利虽然无法战胜特朗普，却是他的试金石，让我们看到特朗普实际上也面临不少挑战。除了剩余的法律诉讼问题，更重要的是如何争取党内温和派和中间选民的支持。在“两党极化，中立增多”的大背景下，中间选民的影响力不容忽视。
- 当前尚没有哪方占据明显优势，贯穿今年的选情走向还会存在很多变数，双方在应对难题、争取有利结果的过程中，会不断进行博弈。“齿轮”已经开始转动，双方为赢得大选而做出的博弈行为，将比大选结果更早对市场产生影响。
- 风险提示：地缘形势超预期变化，美国经济和通胀韧性超预期



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：出口超预期与宏观政策节奏-2024/03/08
- 2.宏观事件点评：政府工作报告的增量信息-2024/03/05
- 3.宏观年度报告：新平衡——2024 年宏观数据展望-2023/12/14
- 4.全球大类资产跟踪周报：等待信号-2023/12/10
- 5.全球大类资产跟踪周报：海外降息预期再升温-2023/12/03

目录

1 拜登的难题：年龄、移民、巴以冲突	3
2 特朗普的挑战：诉讼、温和派、中间选民	5
2.1 法律诉讼问题.....	5
2.2 党内温和派.....	5
2.3 中间选民.....	6
3 “齿轮”已经开始转动	7
4 风险提示	8
插图目录	9
表格目录	9

美国大选可能是今年最重要的外部宏观变量。

“超级星期二”已经结束，拜登在全部 15 个州获胜，特朗普在 14 个州获胜。随着美国联邦最高法院的裁决出炉、共和党候选人尼基·黑利（Nikki Haley）宣布退选，特朗普和拜登大概率将于 11 月再次对决。

近期民调显示特朗普的支持率高于拜登，在大部分关键摇摆州也是如此，不过早期民调对大选结果的预见性历来比较有限。当距离做出选择还有较长时间时，民调更多反映的是“对现状是否满意”，直到临近做出选择时，才会越来越反映“谁能让未来更好”，毕竟否定一个不完美的方案比提出一个完美方案容易得多。

因此，在跟踪美国大选时，还应关注影响两党选情具体问题的走向。拜登确实面临不少难题，除了无解的年龄问题，移民问题最为棘手、地缘问题“两头不讨好”。这些问题在接下来几个月存在调整策略的机会，也存在冒出“黑天鹅”的风险。

黑利虽然无法战胜特朗普，却是他的试金石，让我们看到特朗普实际上也面临不少挑战。除了剩余的法律诉讼问题，更重要的是如何争取党内温和派和中间选民的支持。在“两党极化，中立增多”的大背景下，中间选民的影响力不容忽视。

总之，贯穿今年的选情走向还会存在很多变数，没有哪方占据明显优势，双方在应对难题、争取有利结果的过程中，会不断进行博弈。“齿轮”已经开始转动，双方为赢得大选而做出的博弈行为，将比大选结果更早对市场产生影响。

1 拜登的难题：年龄、移民、巴以冲突

拜登低迷的支持率确实说明不少民众对现状不满。

年龄问题无解。美国大选将在今年 11 月进入投票阶段，那时拜登将迎来自己的 82 岁生日，这对于“年轻”4 岁的特朗普来说是一个小优势。Ipsos 民调指出，对于担任总统，59% 的美国人认为拜登和特朗普的年龄都太大，另有 27% 的美国人表示拜登年龄太大、特朗普还好。因此有趣的是，RCP 统计显示，黑利对拜登的民调支持率优势（+5.1%）比特朗普更大（+2.0%）。

具体工作层面，移民问题是拜登的最大难题。拜登在 2021 年 1 月就职美国总统，边境非法移民遭遇次数从 2 月就开始明显抬头、3 月大幅上升，随后 2022-23 年持续多增，2024 年财年至今还在创下新高。这种形势不但令身处美墨边境的“红州”德克萨斯州大为恼火，出现州政府与联邦政府对抗的局面，甚至在过去半年加速引发了民主党白人选民的不满。借由移民者的支持提升民主党长期政治影响力的手段，有在今年大选面临反噬的风险。

巴以问题是拜登在最新民调中得分第二低的问题，导致其支持率在去年 10-11 月下台阶、直接被特朗普反超。当遭遇这类议题时，政客面临的选择往往不是“甘蔗没有两头甜”，而是“两头不讨好”。无论是起初明确支持以色列，还是从 10 月底开始强调保护巴勒斯坦平民的重要性，都导致拜登在仅仅 1 个月时间里损失

了不少民主党人的支持。

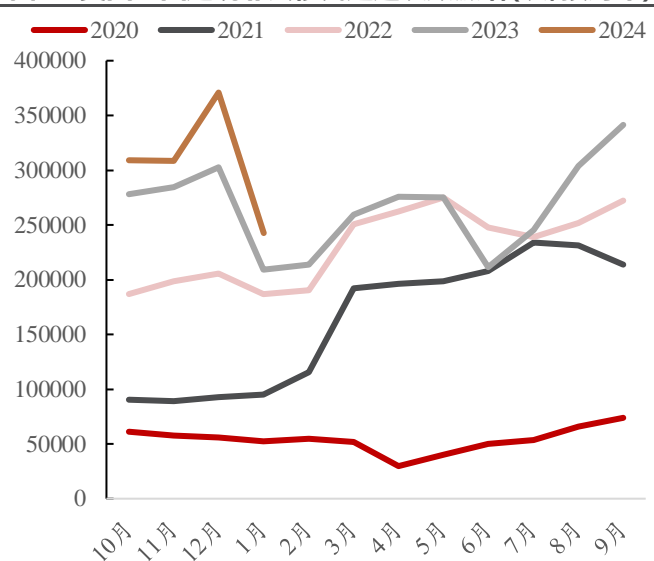
经济问题退居次要矛盾。2021-23年间，美国CPI累计上涨了17.7%，创下1985年以来的最高水平，食品和能源CPI更是累计上涨了20.8%和43.9%。对于大部分收入用于购买食品和汽油的低收入家庭来说，高通胀给日常生活带来了不小压力。不过，随着近期通胀水平回落、经济保持韧性，最新民调显示经济问题对拜登支持率的拖累在几个月有所缓解，可能会退居次要矛盾。

表1：拜登在最近两次民调中各项事务的支持率情况

	经济	乌克兰局势	移民问题	外交事务	中东局势
美国成年人					
23年11月	32%	38%	31%	32%	32%
24年2月	36%	40%	28%	33%	30%
支持率变化	4%	2%	-3%	1%	-2%
民主党人					
23年11月	72%	78%	62%	68%	60%
24年2月	75%	72%	55%	69%	51%
支持率变化	3%	-6%	-7%	1%	-9%
中间选民					
23年11月	24%	31%	27%	28%	25%
24年2月	30%	34%	24%	26%	23%
支持率变化	6%	3%	-3%	-2%	-2%
共和党人					
23年11月	3%	11%	9%	4%	16%
24年2月	4%	16%	3%	6%	17%
支持率变化	1%	5%	-6%	2%	1%

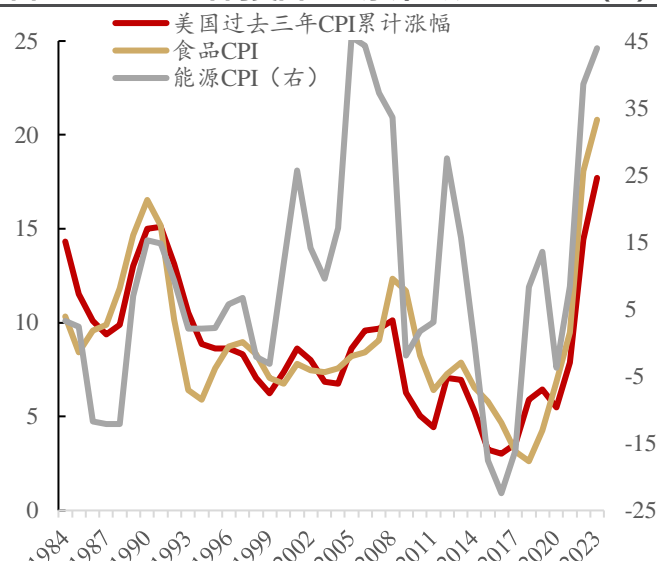
资料来源：GALLUP，民生证券研究院

图1：美国全国边境非法移民遭遇次数激增(次,按财年)



资料来源：CBP，民生证券研究院

图2：2021-23年间美国CPI累计上涨了17.7% (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 特朗普的挑战：诉讼、温和派、中间选民

特朗普虽然在早期民调里领先拜登，其面临的挑战也不少，黑利就像特朗普的试金石，让我们得以仔细观察他的弱点。

2.1 法律诉讼问题

随着美国联邦最高法院的裁决出炉，特朗普的参选资格问题已经解决，不过他仍身陷 4 起刑事案件，面临 91 项刑事指控。虽然美国宪法不禁止被起诉、定罪甚至入狱服刑的人竞选和当选总统，**这类事件会影响特朗普的支持率。**

前半段的影响是正面的，当特朗普被指控后，共和党选民对他的支持反而提升，这源于其扮演了被民主党“构陷”的斗士形象。后半段的影响则是未知的，6 场共和党初选的出口民调显示，平均有 33% 的选民认为“如果特朗普被判有罪，就不适合当总统”，这部分选民中平均 18% 投票支持了特朗普。**这意味着若特朗普果真被判有罪，将面临最高 5.9% (33%*18%) 的潜在损失。**

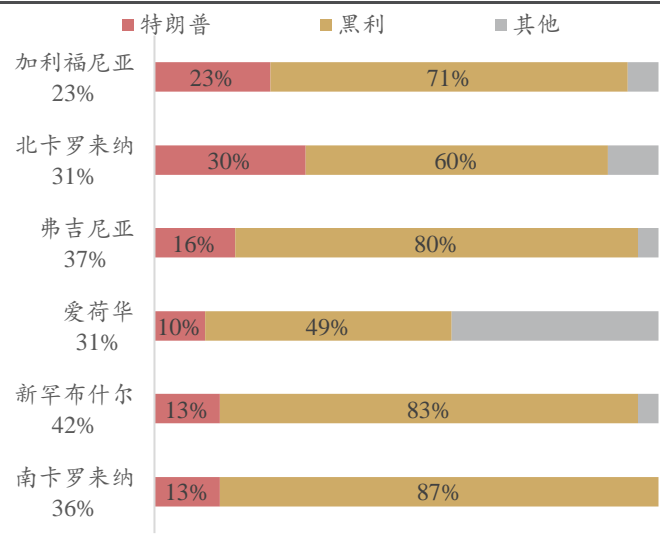
2.2 党内温和派

黑利退选时的表述与德桑蒂斯不同。德桑蒂斯在 1 月下旬宣布退选的同时，明确表达了坚定支持特朗普的态度。相比之下，黑利在 3 月 6 日宣布退选时，虽然祝贺了特朗普即将再次成为共和党总统候选人，但没有表达支持的态度，而是表示该由特朗普去争取未支持他的党内和其他选民的选票。

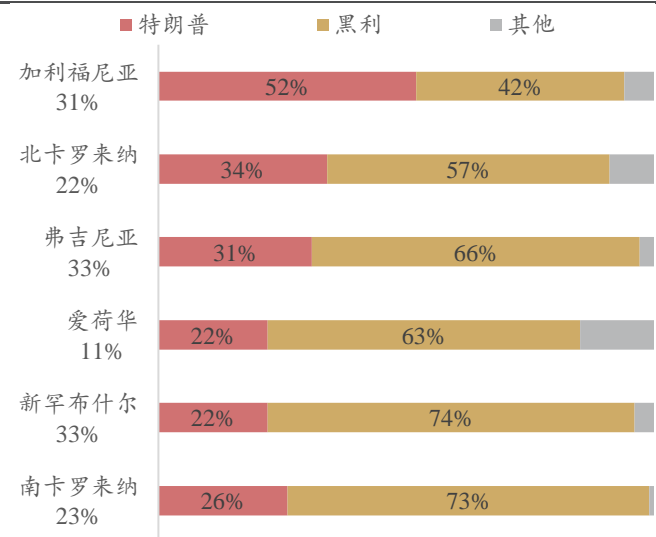
特朗普能否顺利“收编”黑利的支持者？黑利在共和党温和派中的支持率很高，6 场共和党初选的出口民调显示，将政治见解描述为“温和/自由”的选民中，投票支持黑利的比例平均达到 63%，支持特朗普的比例只有 31%。

然而其中部分选民似乎明确反对特朗普。选民出于对关键议题的见解不同而支持不同候选人本是正常现象，然而特朗普激进的右翼民族主义思想令不少共和党选民似乎是在单纯的投反对票。例如，南卡罗来纳州的出口民调显示，有 20% 的选民是“为了反对对手而投票”，这部分选民投票支持黑利的比例高达 81%，意味着可能有 16% (20%*81%) 的选民目前处于明确反对特朗普的立场。

当然，由于共和党中主要支持特朗普的保守派人数超过 70%，远多于主要支持黑利的温和派，上述情况不会妨碍其在党内选举轻松胜出。**然而大选阶段则不同，争取赢得更多共和党温和派选民的支持对于特朗普来说至关重要。**

图3：“特朗普有罪则不适合当选”选民比例和投票归属


资料来源：WP，民生证券研究院

图4：共和党初选，温和/自由派选民的比例和投票归属


资料来源：WP，民生证券研究院

2.3 中间选民

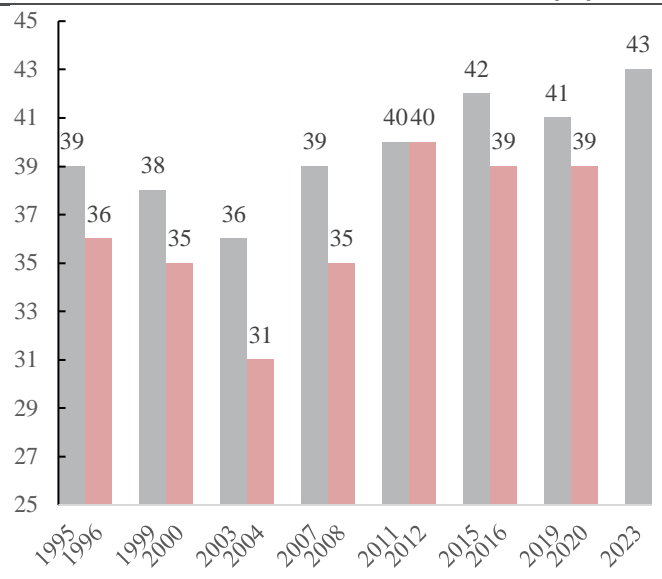
过去十多年，美国社会确实出现了愈发显著的“撕裂”现象，特别是两党党内的政治立场日益极化。与此同时，将自己视为“中立者”、不倾向于站到任何一边的中间选民数量持续增长，对大选结果的影响力与日俱增。

美国中间选民比例在过去十多年里趋于上升。根据 GALLUP 的调查，过去十多年，虽然视自己为中间选民的人数比例会在大选年明显下降，对于每个大选周期来说，中间选民比例的中枢从 2003-04 年之后就开始持续提升，2023 年更是达到了有统计以来最高的 43%，比 2003 年高出 7 个百分点，比 2019 年也高出 2 个百分点。

然而特朗普在中间选民中的支持率并不高。6 场共和党初选的出口民调显示，参与投票的选民中自认为中间选民的比重达到 30%（其余大多数为共和党选民），这部分选民投票支持特朗普的比例平均仅 48%，投票支持黑利的中间选民是 44%，这个领先优势远小于全体投票选民的结果。

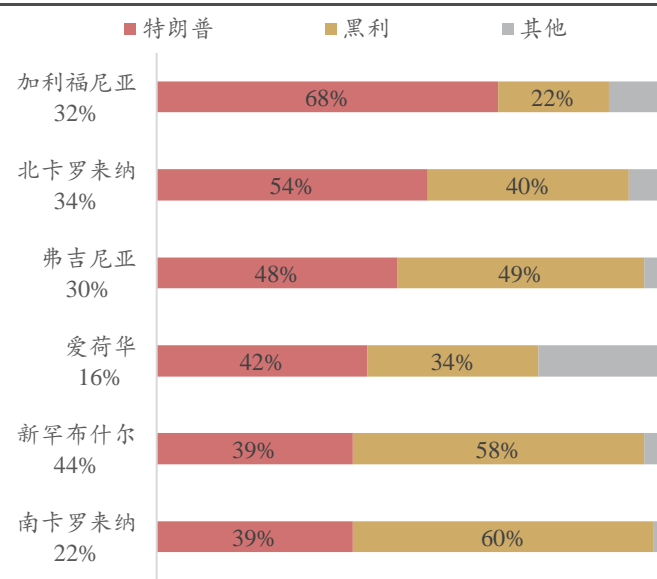
因此，除了党内温和派，如何争取更多政治立场相对温和的中间选民，是特朗普面临的又一个至关重要的命题。

图5：将自己视为中间选民的美国成年人比重 (%)



资料来源：GALLUP，民生证券研究院

图6：共和党初选，中间选民的比例和投票归属



资料来源：WP，民生证券研究院

3 “齿轮”已经开始转动

综上，当前拜登和特朗普都面临各自的困难和挑战，没有哪方占据明显优势，双方在应对难题、争取有利结果的过程中，还会不断进行博弈。

拜登正在尝试调整移民政策。相比于特朗普展现出“美国优先”的孤立主义倾向，拜登在“冷战式外交”方面的布局更为用心。如果移民问题倒逼拜登更多关注本土问题，将会牵制其投入外交棋局的精力。

特朗普正在扭动俄乌冲突局势的天平。巴以冲突和红海危机正在消耗欧美的人物财力，特朗普影响力介入后，美国援乌计划也遭遇阻力，拜登在中东斡旋和与共和党博弈都要消耗不少精力。这期间可能出现的情况是：**俄乌冲突天平倾斜，欧洲方面压力上升，国内将面对更有利的地缘形势和外交弹性，同时也可能让宏观政策更有定力。**

经济问题依然重要。对于拜登来说，经济问题虽然暂时退居次要矛盾，仍然可以争取创造更多正贡献，起码不要再起波澜。这意味着“经济保持韧性+通胀中枢下行”是最有利组合，拜登政府一方面会尝试**维持宽财政**以稳定经济，但会面临共和党主导的众议院的阻力；另一方面会尝试**稳定外贸环境**，输入低价进口品以对冲通胀。两股力量交织下，**对联储降息时点的预期可能还会有反复。**

总之，贯穿今年的选情走向还存在很多变数，这并非早期民调所能预见，因此在分析大选结果潜在影响的同时，也要紧盯双方为赢得大选而进行的博弈。“齿轮”已经开始转动，将比大选结果更早对市场产生影响。

4 风险提示

1) **地缘形势超预期变化。**乌克兰局势、巴以局势都与美国大选走势有关，甚至相互影响，也存在世界其他范围内出现新的地缘冲突的可能性。

2) **美国经济和通胀韧性超预期。**市场之前为美联储定价了较为激进的降息预期，近期市场对首次降息的预期已经从此前的3月推迟到了6月，后续还有可能进一步推迟。

插图目录

图 1: 美国全国边境非法移民遭遇次数激增 (次, 按财年)	4
图 2: 2021-23 年间美国 CPI 累计上涨了 17.7% (%)	4
图 3: “特朗普有罪则不适合当选”选民比例和投票归属	6
图 4: 共和党初选, 温和/自由派选民的比例和投票归属	6
图 5: 将自己视为中间选民的美国成年人比重 (%)	7
图 6: 共和党初选, 中间选民的比例和投票归属	7

表格目录

表 1: 拜登在最近两次民调中各项事务的支持率情况	4
---------------------------------	---

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，中间、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中间判断。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