

2024年04月18日

拜登、特朗普再度对决：焦灼选情或放大市场波动

宏观研究团队

——全球大选“跟踪”指南第二期

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 拜登与特朗普均锁定党内总统候选人资格

3月5日的“超级星期二”后，拜登与特朗普已获得党内超过一半的代表票，将进入再度对决阶段。往后看，两人均面临不同程度的挑战，其竞选策略、政策表述也将更加明晰，对美国经济、政治环境以及全球市场的影响也将逐渐显现。

● 拜登与特朗普的竞选挑战与应对策略

1. 特朗普的挑战与应对：司法诉讼、党内分裂 VS 加速整合支持力量。其一，特朗普面临非常复杂的司法诉讼案件，根据当前的不完全统计，特朗普目前面临91项罪名指控，成为美国历史上第一个受到各类刑事指控的前总统；其二则是党内建制派的不支持，共和党内的分裂态势较为明显。此外，竞选资金的筹集以及使用情况目前相对较为落后。

面对当前的挑战，特朗普的应对策略亦具有相当的针对性，一是对各项司法诉讼采取拖延战术，力求在大选前让相关的案件无法宣判，尽可能的避免相关的罪名坐实。若成功当选，便可以通过任命新的司法部长来放弃相关的指控；二是加强对共和党内部的控制，以最大可能凝聚共和党内的支持力量。此外，特朗普后续或也将加大筹款力度，以避免出现竞选资金持续落后的情况持续。

2. 拜登的挑战与应对：巴以冲突、移民问题、年龄 VS 经济稳定、争取年轻选民支持。首先作为在任总统，当前美国的外交、内政的表现均是拜登的“政绩”，当前美国经济整体尚可，但对拜登尚不构成明显的失分项。但俄乌、巴以冲突对拜登民调具有较为明显的负面影响；其次则是移民问题，在最新民调中，移民问题是拜登的反对者们最重要的考虑因素；最后，年龄也成为拜登的一个负担。

对相关的问题和挑战，拜登已开始针对性的进行反击，且效果或已经开始逐渐显现。首先来看国内经济及外交问题，拜登的主要策略或是强调其经济成就，并加大宣传力度，提升民众感知度；外交方面，拜登或许将更加努力的促进巴以双方停火，避免对其国内选举产生不利影响。移民问题方面，拜登可能会愿意与共和党达成某种程度的妥协，减少非法移民的数量，并安抚民意。年龄问题上，拜登在各种场合彰显精力充沛以及身体健康，最大可能的减轻相关负面影响。最后，拜登较特朗普更能获得民主党内的支持，其筹款进度也相对较为顺利。

当前两人选情或较为胶着，判定谁输谁赢还为时尚早。我们认为，至少需要到7-8月份才能够比较明确的观察到可能的选举结果，相关影响才会开始发酵。

● 拜登、特朗普“重赛”或放大政治与经济波动

1. 拜登与特朗普的政策分化或是后续不确定性的重要来源。拜登与特朗普在经济和产业政策、外交政策、社会话题的取向上均有较多不一致，两者仅在支持美国制造业发展、推动技术创新上有一定的共识。

2. 选举年的大类资产表现不一。美国大选年经常伴随着市场的波动，其中美股均录得一定程度的涨幅，美债收益率分化较大，而黄金在大选年表现均相对不差。

3. 美国总统大选年不确定性相对较高，关注可能的地缘政治风险。从地缘政治指数来看，在美国总统大选年份，国际地缘政治风险相对较高，因此可能会对相关的资产价格带来影响。

● **风险提示：**美国经济超预期衰退、地缘政治局势超预期恶化。

相关研究报告

《Q1数据中的“经济新均衡”线索—兼评3月经济数据》-2024.4.17

《加强监管，有立有破—新“国九条”点评》-2024.4.14

《生产需求低波动运行—宏观周报》-2024.4.14

目 录

1、拜登与特朗普均锁定党内总统候选人资格.....	3
2、拜登与特朗普的竞选挑战与应对策略.....	3
2.1、特朗普的挑战与应对：司法诉讼、党内分裂 VS 加速整合支持力量.....	3
2.2、拜登的挑战与应对：巴以冲突、移民问题、年龄 VS 经济稳定、争取年轻选民支持.....	8
3、拜登、特朗普“重赛”或放大政治与经济波动.....	14
3.1、拜登与特朗普的政策分化或是后续不确定性的重要来源.....	14
3.2、选举年的大类资产表现不一，波动性相对较大.....	16
3.3、美国总统大选年不确定性相对较高，关注可能的地缘政治风险.....	18
3、风险提示.....	18

图表目录

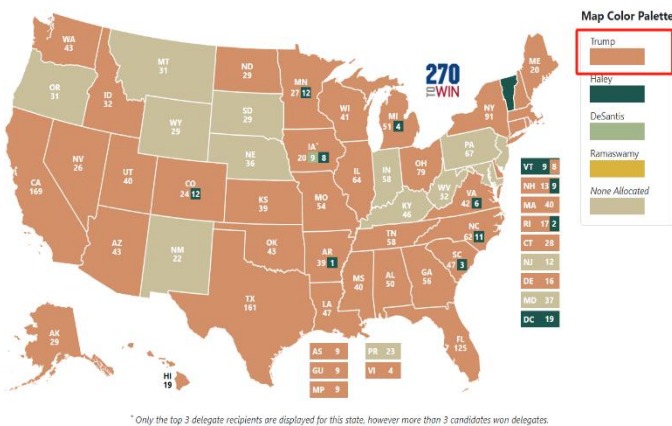
图 1：特朗普党内得票数已过半.....	3
图 2：拜登党内得票数已过半.....	3
图 3：特朗普党内支持率在 2023 年开始上升较快.....	4
图 4：若特朗普被定罪，摇摆州选民的支持度将会降低较多.....	4
图 5：黑利的支持者更倾向于支持拜登而不是特朗普.....	5
图 6：拜登目前筹集了更多的竞选资金，现金储备也更充足.....	6
图 7：特朗普主要司法案件进度一览.....	7
图 8：美国群众中认为特朗普犯有联邦重罪的比例较高峰时有所下降.....	7
图 9：美国民众对以色列军事行动不满意比率上升.....	8
图 10：巴以冲突问题成为拜登的明显失分项.....	8
图 11：在 2020 年选举中，拜登在年轻选民中得票选超过特朗普.....	9
图 12：拜登的反对者中对移民问题意见较大.....	9
图 13：拜登的年龄问题引发选民担忧.....	10
图 14：美国经济信心指数持续上升.....	11
图 15：美国民众对经济持正面看法的比例在上升.....	11
图 16：经济信心指数持续上升，对在任总统竞选连任很有帮助.....	11
图 17：美国民众对移民总体呈欢迎态度.....	12
图 18：美国民众认为非法移民是当前的重要威胁.....	12
图 19：拜登国情咨文讲话后，民众反应较为积极.....	12
图 20：拜登筹款进度较为顺利，已超过 2020 年.....	13
图 21：Morning Consult 民调显示拜登开始领先.....	14
图 22：YouGov 民调显示拜登开始追上特朗普.....	14
图 23：大选年标普 500 指数全年大多录得涨幅.....	16
图 24：大选年 10 年期美债收益率较为震荡.....	17
图 25：不同选举年黄金表现都不算差.....	17
图 26：美国总统大选年地缘政治风险指数相对较高.....	18
表 1：特朗普与拜登竞选主张区别较大.....	15

引言：在前期的报告中，我们曾对 2024 年的全球大选进行了较为全面的分析与总结。（详见《全球大选“跟踪”指南（第一期）》）而随着 2024 年 3 月 5 日“超级星期二”的结束，拜登与特朗普分别锁定党内总统候选人资格，美国大选即将进入二人的再度对决时段。作为 2024 年全球最重要的选举之一，本期报告我们聚焦美国大选，分析后续的可能变化与影响。

1、拜登与特朗普均锁定党内总统候选人资格

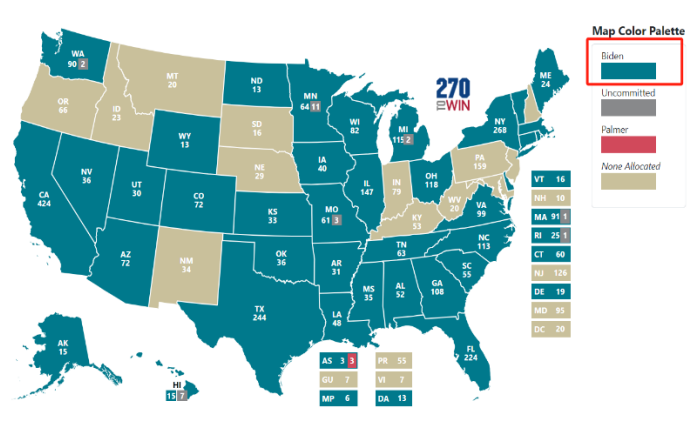
在 3 月 5 日的“超级星期二”之后，美国两党的初选格局已基本明了。根据共和党的初选规定，候选人在初选阶段赢得 2429 名代表票的多数（大于 1215 票），即可获得党内候选人资格。截至 4 月 15 日，特朗普已经获得 1863 票，基本锁定党内候选人资格，其党内最后一个挑战者黑利亦宣布退选。民主党方面，其在初选阶段共有 3934 张党代表票，参选人只要赢得超过 1968 票，便可获得党内总统候选人资格¹，截至 4 月 15 日，拜登获得了 3073 张代表票，亦基本锁定了党内总统候选人资格。事实上，这也是 1912 年以来美国再次出现前任总统与现任总统交锋。虽然两者的候选人资格要分别在 7、8 月份的全国党代表大会²上才能正式确认，当前只能被称为推定候选人（presumptive presidential nominees），但正常情形下，特朗普与拜登预计将进入再度对决阶段（rematch）。往后看，两人均面临不同程度的挑战，其竞选策略、政策表述也将更加明晰，对美国经济、政治环境以及全球市场的影响也将逐渐显现。

图1：特朗普党内得票数已过半



资料来源：270 TO WIN、开源证券研究所

图2：拜登党内得票数已过半



资料来源：270 TO WIN、开源证券研究所

2、拜登与特朗普的竞选挑战与应对策略

2.1、特朗普的挑战与应对：司法诉讼、党内分裂 VS 加速整合支持力量

对特朗普而言，当前面临的巨大挑战主要落在两个方面，对其后续的竞选或将起到较为明显的负面影响：

其一，特朗普面临非常复杂的司法诉讼案件，根据当前的不完全统计，特朗普目前面临 91 项罪名指控³，甚至还包含 2 起民事案件。事实上，自从 2023 年以来针

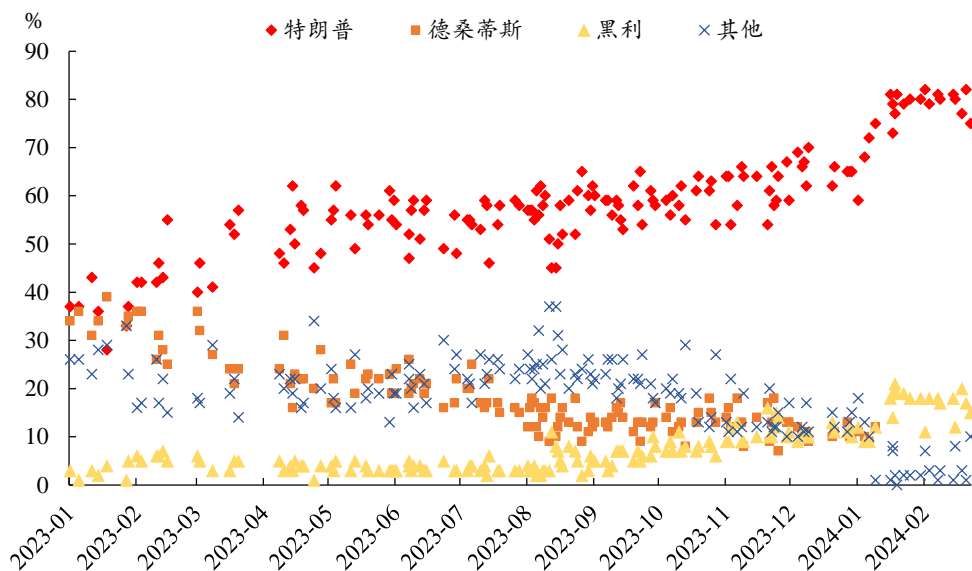
¹ 此时为民主党内第一轮投票，事实上民主党内仍有超过 700 张超级代表票（superdelegates），需要等到第二轮投票才能决出，但在第一轮投票获得足够票数后，便基本上锁定了党内总统候选人的资格。

² 共和党全国代表大会预计在 7 月 15-18 日举行，民主党则会在 8 月 19-2 日举行。

³ 包括 2 起联邦案和 2 起州案（刑事案件），详情参见 <http://www.news.cn/world/20240216/00630081ed344b478241b848eccc4b69/c.html>

对特朗普的司法案件一直层出不穷，其成为美国历史上第一个受到各类刑事指控的前总统。在本轮竞选初期，特朗普成功的将各项司法案件包装成民主党的政治迫害，激起选民的支持。从下图不难看出，在2023年初，部分民调中特朗普的党内支持度甚至落后于德桑蒂斯，但随着相关司法案件不停发酵，并成为媒体关注的焦点，特朗普的支持度迅速与其他候选人拉开差距。

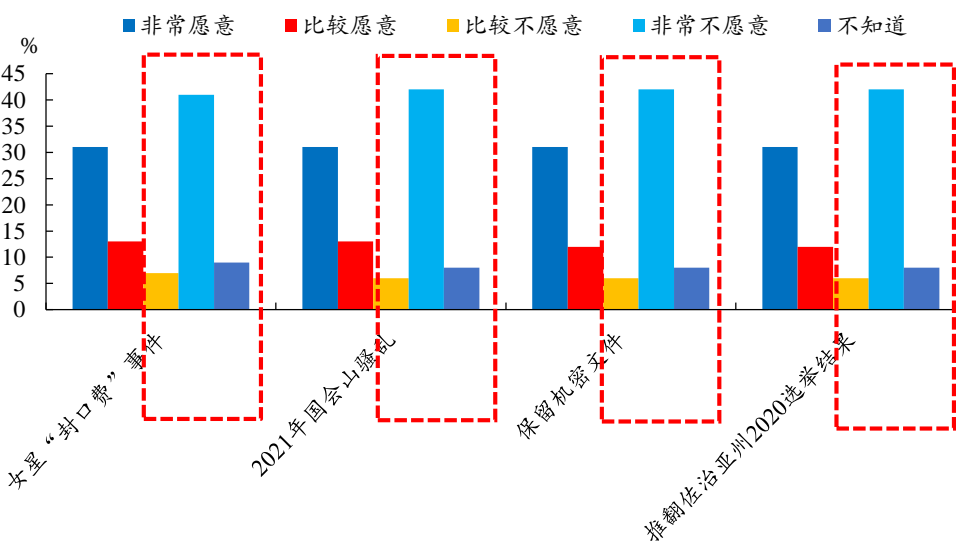
图3：特朗普党内支持率在2023年开始上升较快



数据来源：270 TO WIN、开源证券研究所

另一方面，虽然特朗普成功的将各类司法问题转化成为了选民对其的同情，但需要强调的是，这里面存在着比较明显的“圈层效应”，即虽然可以有效的凝聚其泛支持者的支持。但如果到全国层面，这种策略则会面临非常大的挑战。

图4：若特朗普被定罪，摇摆州选民的支持度将会降低较多



数据来源：Morning Consult、开源证券研究所

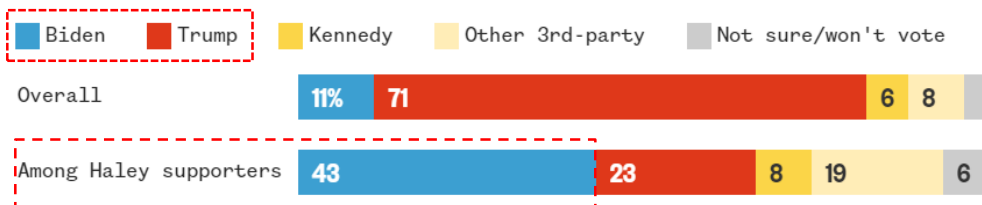
如上图所示，根据 Morning Consult 的月度摇摆州⁴ 民调数据，若特朗普被定罪，则对其在摇摆州的选票有较大的负面影响。数据上来看，在主要的四项指控中，无论特朗普哪一项被定罪，均有约 50% 左右的摇摆州选民表示不会支持特朗普。从这个角度来看，司法案件的结果将会对特朗普的选举成败起到非常关键的作用。

其二则是党内建制派的不支持，共和党内的分裂态势较为明显。虽然特朗普的最后一个挑战者妮基·黑利(Nikki Haley)已宣布退选，但并未像其他退出选举的共和党人那样，号召自己的支持者去支持特朗普，反而表示现在取决于特朗普是否能够“赢得党内及党外不支持他的人的选票”⁵，并且不想成为特朗普的竞选搭档。这意味着共和党内的保守派与建制派并不支持特朗普。事实上，包含美国前副总统迈克·彭斯、前新泽西州州长克里斯·克里斯蒂(Chris Christie)等共和党内资深人士也均表示不支持特朗普，共和党内分裂态势益发明显。当前来看，拜登与特朗普民调差距比较小，任何一个群体的支持都有可能对选举结果产生决定性影响。根据 NBC 的民调，黑利的选民在 2020 年的选举中有 48% 投票给了拜登，相较之下只有 31% 的选民投票给了特朗普。拜登在黑利退选后，则第一时间发表声明，拉拢黑利的支持者，表示这些人在他的竞选阵营占有一席之地。

图5：黑利的支持者更倾向于支持拜登而不是特朗普

If Donald Trump is the Republican nominee in the general election in November, would you vote for him, vote for Joe Biden, vote for independent candidate Robert F. Kennedy, Jr., or vote for some other third-party candidate?

Among likely Iowa GOP caucusgoers.



Notes: The poll was conducted Jan. 7-12 and surveyed 705 likely Iowa caucusgoers, with a margin of error of plus or minus 3.7 percentage points. Margins of error are wider for subgroups: plus or minus 8.3 points for Haley supporters.

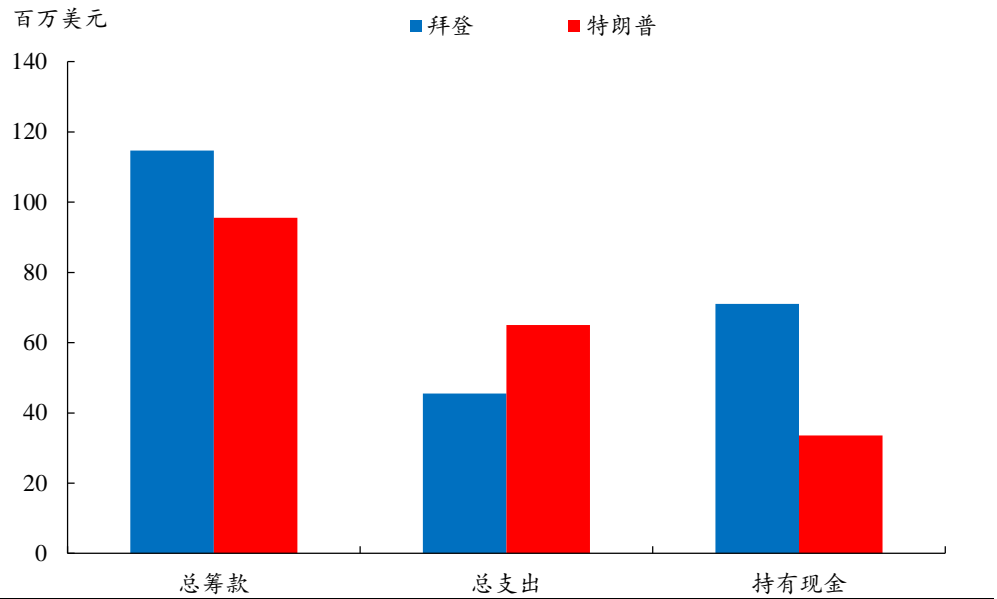
Source: NBC News/Des Moines Register/Mediacom poll

资料来源：NBC、开源证券研究所

除了上述两项关键因素之外，还有一个重要因素，即**竞选资金的筹集以及使用情况**。从历史经验来看，美国大选一直以来都需要强大的资金支持，一则需要投放大量的广告，增加候选人的曝光度；二则应付各类竞选支出，雇佣更多的工作人员参与。事实上，美国竞选的花费也是逐年增加。根据美国联邦竞选委员会(Federal Election Commission)数据，2023年1月1日—2024年2月29日，特朗普共筹集了约9500万美元的竞选资金，目前还剩余约3300万美元的现金储备。而拜登则筹集了约1.15亿美元资金，目前拥有约7100万美元的现金储备。当后续双方开启正式的选举竞争后，筹款能力以及资金使用，均将会对选举结果，特别是摇摆州的选民产生重要影响。

⁴ 包含亚利桑那州、威斯康星州、佐治亚州、密歇根州、内华达州、北卡罗来纳州和宾夕法尼亚州。

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792825272878437029&wfr=spider&for=pc>

图6：拜登目前筹集了更多的竞选资金，现金储备也更充足


数据来源：Federal Election Commission、开源证券研究所，数据截至 2024.02.29

面对当前的挑战，特朗普的应对策略亦具有相当的针对性，一是对各项司法诉讼采取拖延战术，力求在大选前让相关的案件无法宣判，尽可能的避免相关的罪名坐实。若成功当选，便可以通过任命新的司法部长来放弃相关的指控；二是加强对共和党内部的控制，以最大可能凝聚共和党内的支持力量。此外，特朗普后续或也将加大筹款力度，以避免出现竞选资金持续落后的情况。

首先来看特朗普的司法诉讼应对进展。客观来说，特朗普及其法律团队在应对诉讼方面取得了相当的成果，虽然民事案件进展相对较快，但刑事案件目前诉讼进展都非常缓慢，不过后续仍面临非常大的挑战。根据纽约时报(The New York Times)等美国媒体的追踪和报道，截至4月15日，特朗普涉及的4宗司法案件中，女星“封口费”案件已正式开庭审理⁶，保留机密文件案件计划于5月20日开庭审理⁷，虽然推翻佐治亚州2020年选举结果以及2021年国会山骚乱时间暂时还处在提出指控阶段，但是否能够一直拖延下去，还面临不少不确定性，潜在的影响不可小觑。

一则从审理女星“封口费”案件的法官表态来看，其认为特朗普对涉案多名人物的言论“具有威胁性、煽动性和诽谤性”，“这些言论远远超出为自身辩护以免受公众人物被攻击的范围。”因此对特朗普下达了禁言令，后续或对相关的案件审理持较为中立客观的态度，此案的审理结果或不会对特朗普有利；

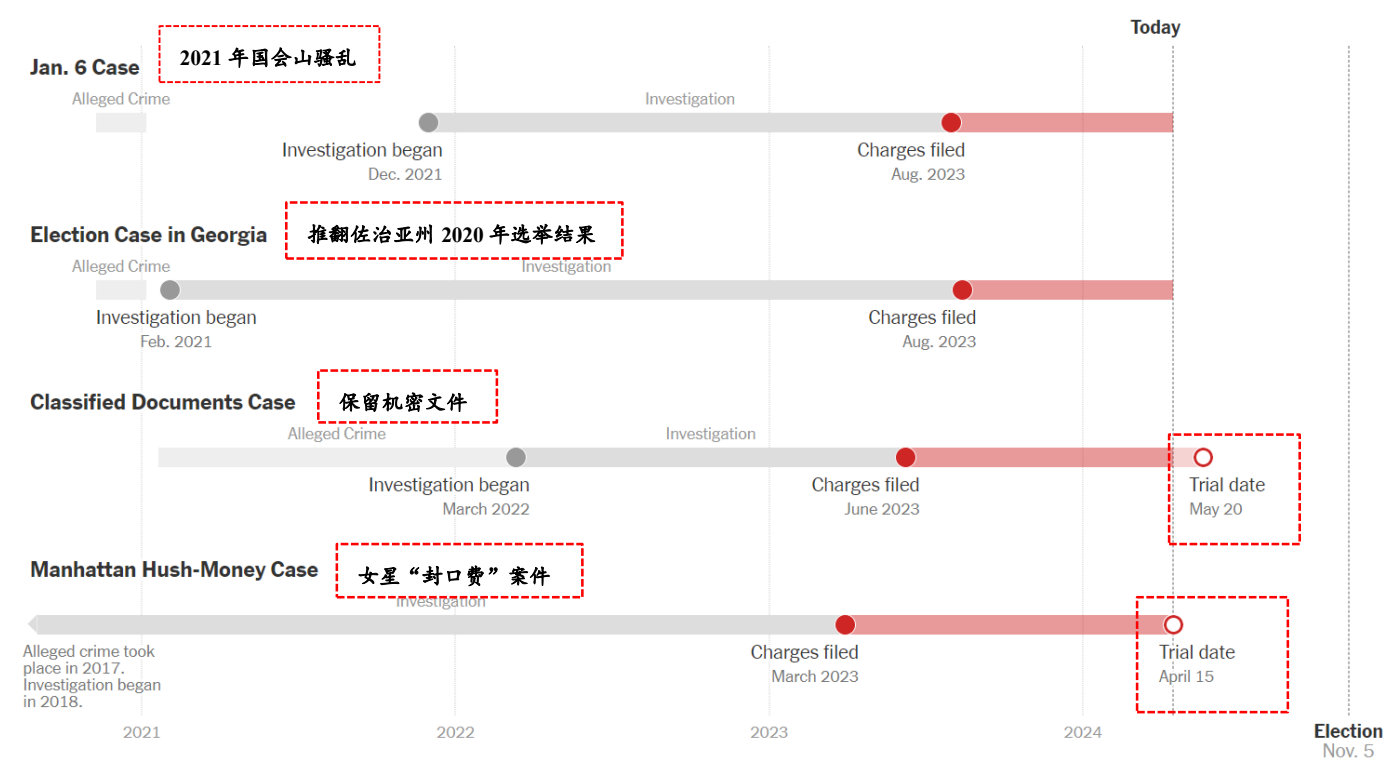
二则特朗普在2021年国会山骚乱事件中，是否能够享受完全的司法豁免权，存在较大程度的不确定性。在2月28日，美国最高法院已同意就特朗普是否在“涉嫌推翻2020年大选结果”一案中享有总统豁免权作出裁决。从目前的时间安排上来说，最高法院计划在4月下旬(可能为4月25日)听取辩论，并最迟在6月底作出裁决，当然，特朗普如果败诉，后续可能在9-10月份才开始进行审判⁸，届时选举已经临近，不过相关的结果也将会对特朗普的选举带来诸多不确定性。

⁶ 该案件的开庭审理时间之前经历了多次延后，目前来看已经顺利开庭审理，但结果尚有很大变数。

⁷ 该案件审理时间有可能会被推迟，后续进展要取决于法院以及特朗普法律团队的博弈情况，可预测性较低。

⁸ <https://www.nytimes.com/2024/02/28/us/supreme-court-trump-immunity-trial.html>

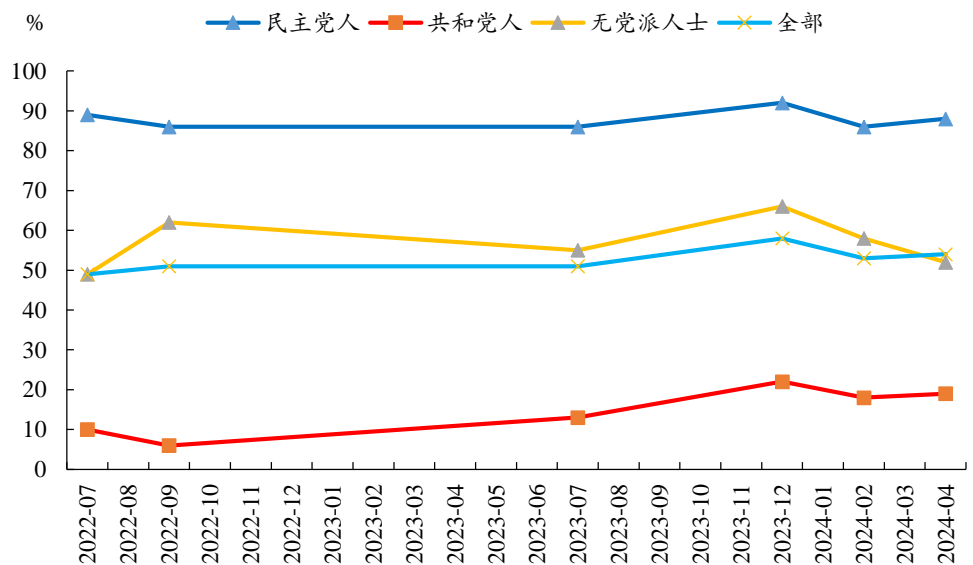
图7：特朗普主要司法案件进度一览



资料来源：The New York Times、开源证券研究所

当然，特朗普在采取拖延战术的同时，还采取宣传攻势，改善美国民众对于其是否犯罪的看法，亦取得了一定的成效。根据最新的民调数据，无论是共和党人还是民主党人，认为特朗普犯有联邦重罪的比重亦在降低，可以看到2024年4月份美国民众认为特朗普犯有重罪的比例较最高时下降了4个百分点至54%，这意味着司法案件即使对特朗普定罪，对其选举的影响也较之前降低。

图8：美国群众中认为特朗普犯有联邦重罪的比例较高峰时有所下降



数据来源：The New York Times/Siena College polls、开源证券研究所

其次看特朗普的党内整合行动，如前所述，特朗普虽表示不需要黑利的支持者，但其整合共和党内各方势力的行动仍在进行中。在3月8日，美国共和党便召开了紧急会议，宣布了新的共和党全国委员会（RNC）的主席人选，特朗普认可的候选人迈克尔·沃特利（Michael Whatley）担任共和党全国委员会主席，儿媳劳拉·特朗普（Lara Trump）被任命为委员会联合主席，特朗普的高级竞选顾问克里斯·拉奇维塔（Chris LaCivita）当选委员会首席运营官⁹。显示出当前特朗普对于共和党内的掌控程度不断提升，有助于最大限度的减少特朗普竞选团队和共和党内部的摩擦，并争取更多的筹款来改善特朗普的财务情况。

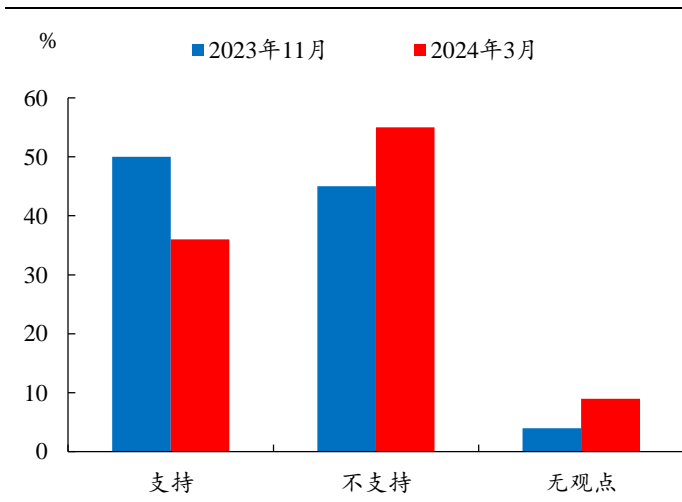
此外，在2月28日，与特朗普关系较差的参议院共和党领袖米奇·麦康奈尔（Mitch McConnell）宣布将于11月辞去参议院少数党领袖一职¹⁰，亦显示出特朗普在党内的影响力正在逐渐增强。

2.2、拜登的挑战与应对：巴以冲突、移民问题、年龄 VS 经济稳定、争取年轻选民支持

对拜登而言，其作为在任总统，面临的挑战与特朗普截然不同，但同样艰巨，且需要谨慎应对与处理。

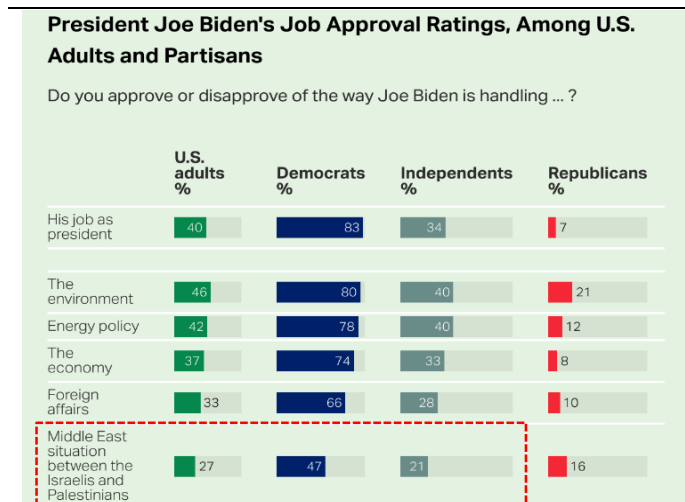
首先作为在任总统，当前美国的外交、内政的表现均是拜登的“政绩”，进而直接体现在民众对拜登的支持度。从当前的情况来看，经济议题是选民最为关注的话题，但由于当前美国经济整体尚可，虽然民众感知不高，但对拜登尚不构成明显的失分项。反观外交话题，如俄乌、巴以冲突的持续对拜登的民调具有较为明显的负面影响。根据GALLUP的调查数据，2023年11月份有50%的美国民众表示支持以色列在加沙的军事行动，反对者占比则为45%，但2024年3月的民调中，支持以色列军事行动的占比已经降至36%，反对者占比则升至55%，民主党内的支持率更是仅有18%，显示出中东局势对拜登选情的重要影响。若拜登不能妥善的处理巴以冲突、实现地区停火，后续有可能会成为特朗普的重点攻击目标。

图9：美国民众对以色列军事行动不满意比率上升



数据来源：GALLUP、开源证券研究所

图10：巴以冲突问题成为拜登的明显失分项



资料来源：GALLUP、开源证券研究所

这其中还隐含着**一个拜登的痛点，民主党的支持者当中，年轻人占比较高，而加沙问题的持续发酵，使得年轻人对拜登的不满持续上升。**根据皮尤研究中心（Pew

⁹ https://www.guancha.cn/international/2024_03_09_727820.shtml

¹⁰ https://www.guancha.cn/international/2024_02_29_726760.shtml

Research Center) 对 2020 年大选的复盘研究, 在 2020 年大选中, 年轻选民对拜登的支持率高达 59% (部分来源于和奥巴马的绑定), 超过特朗普 24 个百分点。但随着巴以冲突的持续进行, 年轻人对相关议题的不满情绪也在上升, 特别是其中还牵涉到种族议题。而拜登对当前议题的应对不力, 使得年轻选民发起“不表态”运动, 即在初选中不选择选票上的候选人, 考虑到这其中很多都是摇摆州选民, 若这一部分选票被吸引走 (如独立候选人), 将对拜登形成非常直接的威胁¹¹。

图11: 在 2020 年选举中, 拜登在年轻选民中得票选超过特朗普

Young voters were a strong group for the Democrats, but less so than in 2018

% of validated voters who reported voting for each candidate

Age	2016			2018			2020		
	Share voting for ...	Clinton	Trump (Dem.-Rep.)	Share voting ...	Dem.	Rep. (Dem.-Rep.)	Share voting for ...	Biden	Trump (Dem.-Rep.)
18-29	58%	28%	30	72%	23%	49	59%	35%	24
30-49	51	40	11	59	38	21	55	43	12
50-64	45	51	6	50	48	2	47	53	6
65+	44	53	9	46	52	6	48	52	4
Generation (born)									
Millennial/Gen Z (1981-'02)							58	38	20
Millennial (1981-'96)	56	31	25	67	28	39	58	39	19
Gen X (1965-'80)	49	43	6	55	44	11	51	48	3
Baby Boomer (1946-'64)	46	50	4	49	49	0	48	51	3
Silent (1928-'45)	39	58	19	42	58	16	42	58	16

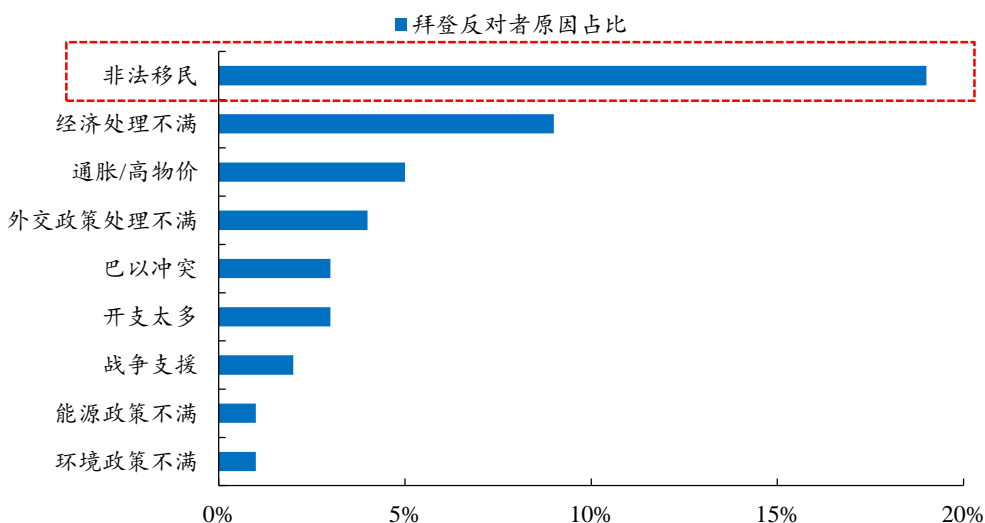
Notes: Based on 3,014 (2016), 7,585 (2018) and 9,668 (2020) validated general election voters. Validated voters are those found to have voted in commercial voter files. Vote choice for all years is from a post-election survey. 2018 figures indicate vote for U.S. House candidate. See Methodology for details. Don't know responses not shown. There were insufficient sample sizes in 2020 to separately show Gen Z adults.

Source: Surveys of U.S. adults conducted Nov. 29-Dec. 12, 2016, Nov. 7-16, 2018, and Nov. 12-17, 2020. "Behind Biden's 2020 Victory"

资料来源: Pew Research Center、开源证券研究所

其次则是移民问题, 在 GALLUP 的最新民调中, 移民问题是拜登的反对者们最重要的考虑因素 (19%), 其次才是对经济的处理不当 (9%) 及通货膨胀 (5%), 这虽然反应了共和、民主两党对移民问题的不同看法, 但后续也将不可避免的将成为共和党对拜登的重要攻击点之一。

图12: 拜登的反对者中对移民问题意见较大

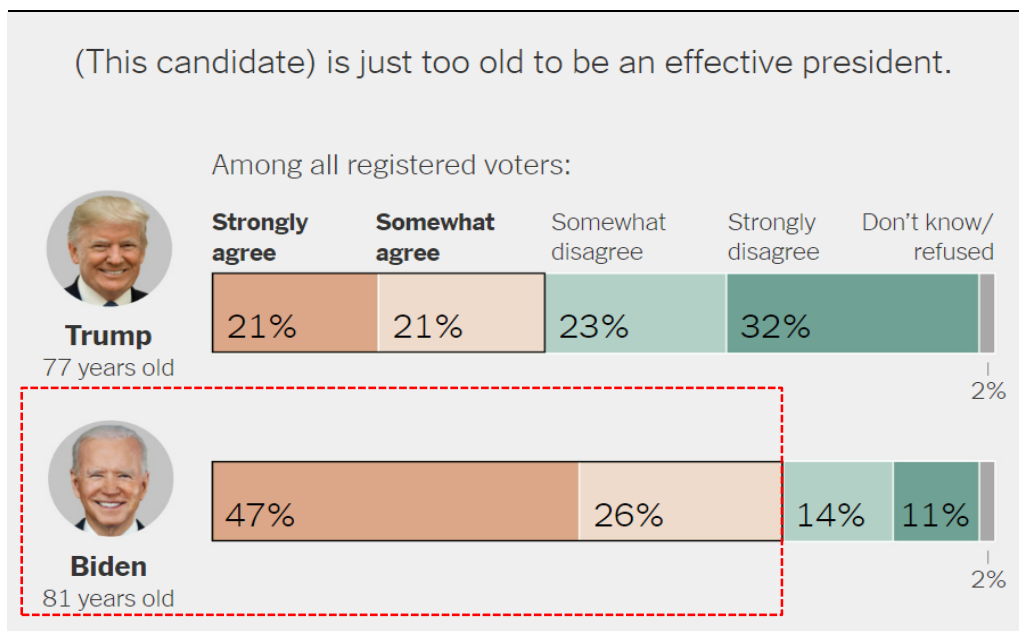


数据来源: GALLUP、开源证券研究所

¹¹ 事实上, 在部分摇摆州, 很多“不表态”的选票数量已经接近拜登在 2020 年对特朗普的领先票数, 详见: <https://fddi.fudan.edu.cn/30/3b/c21253a667707/page.htm>

最后，年龄也成为拜登的一个负担。作为美国历史上年龄最大的在任总统，拜登目前已经 81 岁（1942 年 11 月 20 日生），若其成功连任，第二任结束时将年满 86 岁，结合拜登前期种种“失常”表现，引发了部分民众对于其能否健康履职的担忧。事实上，与特朗普类似，拜登亦遭受了有关于机密文件的司法调查。在 3 月 12 日，负责案件调查的特别检察官罗伯特·赫尔（Robert Hur）决定不起诉拜登，但在调查报告中认为拜登是“富有同情心、友好的、记忆力差的老年人”，引发媒体以及选民的关注¹²，使得拜登的年龄问题成为民众关注的焦点。从下图不难看出，在最新的民调中，高达 73% 的民众认为拜登年龄过大，难以胜任总统职位，相较之下，则仅有 42% 的选民认为特朗普的年龄是负面因素。

图13：拜登的年龄问题引发选民担忧



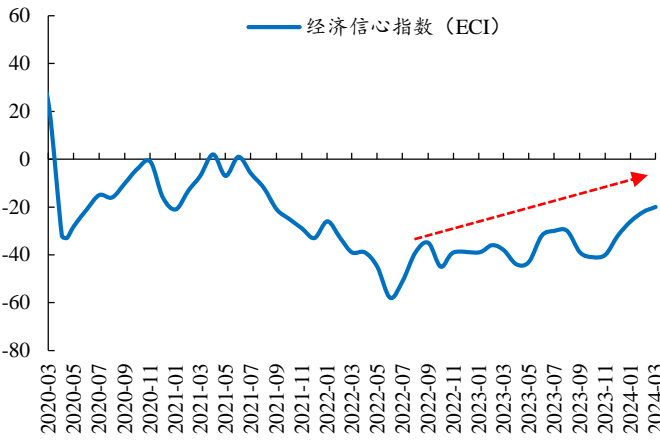
资料来源：The New York Times、开源证券研究所

对相关的问题和挑战，拜登已开始针对性的进行反击，后续的政策主张或也将围绕这几大问题展开，且其效果或已经开始逐渐显现。

首先来看国内经济及外交问题，事实上，美国经济在 2023 年以来表现相当好，市场对美国经济的共识也逐渐经历了衰退→软着陆的变化，此外通胀水平虽然仍未回到美联储的 2% 目标水平上，但也经历了较大程度的下降。在此背景上，拜登的主要策略或是强调其经济成就，并加大宣传力度，提升民众感知度。从 GALLUP 编制的经济信心指数（ECI）来看，虽然当前还处在比较低的阶段（-20），但相较于 2022 年 7 月份最低的 -51，已经出现了较为明显的提升。此外，美国民众对当前美国经济状况的评价也在发生变化，截至 2024 年 3 月，有 30% 的民众认为当前经济情况良好，认为经济状况较差的比例则稳步下降。事实上，通过历史复盘，不难发现，如果经济信心指数持续上升，并最终能够达到 0 左右，在任总统的基本都获得了胜利（2020 年或因新冠大流行导致特朗普失败），特别是 2012 年奥巴马连任时期，这一点尤为明显。从这一点来看，我们认为拜登政府 2024 年的首要任务是稳定美国经济，避免出现较大幅度的波动，因此财政与货币政策将不可避免的受到选举周期的影响，政策力度或较经济实际/市场预期略偏宽松。

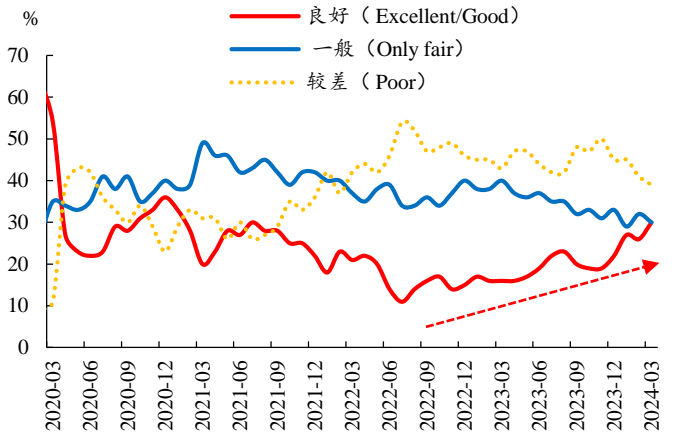
¹² <https://export.shobserver.com/baijiahao/html/726166.html>

图14: 美国经济信心指数持续上升



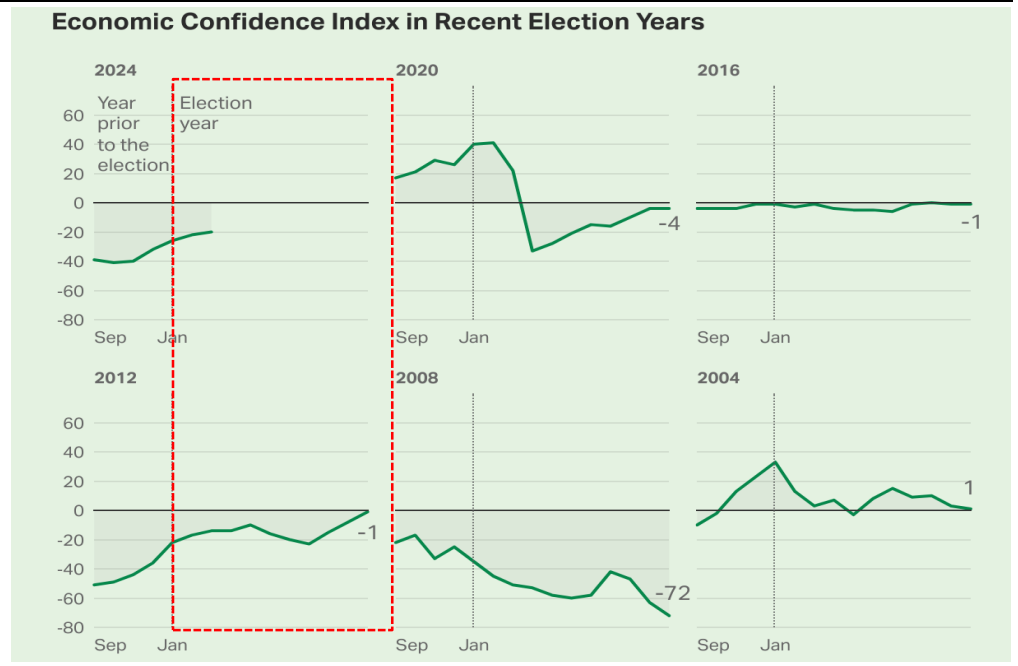
数据来源: GALLUP、开源证券研究所

图15: 美国民众对经济持正面看法的比例在上升



数据来源: GALLUP、开源证券研究所

图16: 经济信心指数持续上升, 对在任总统竞选连任很有帮助



资料来源: GALLUP、开源证券研究所

外交方面, 拜登或许将更加努力的促进巴以双方停火, 避免对其国内选举产生不利影响。从当前的局势来看, 虽然拜登仍表示将会支持以色列, 且仍在不断地向以色列提供军事援助¹³, 导致巴以冲突实现长期停火的难度不小。但另一方面, 相较于特朗普, 拜登的立场可能更偏向于阿拉伯裔选民, 也愿意提供人道主义援助。因此拜登或许会利用公开场合表达对停火的呼吁, 在 3 月 25 日, 由于美国投弃权票, 联合国顺利通过决议, 要求加沙地区实现停火¹⁴, 或已部分体现了拜登的政策意图。此外, 在 4 月 8 日, 以色列军队已经退出加沙地区, 停火谈判亦有一定进展¹⁵。近期的伊朗与以色列冲突, 目前暂未看到再度升级的风险。

移民问题方面, 虽然是拜登反对者的最重要不满点, 但这其中一部分可能是共

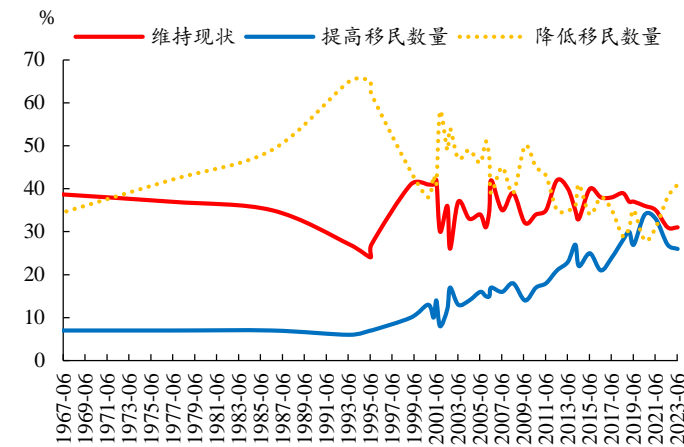
¹³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794923692659748440&wfr=spider&for=pc>

¹⁴ <https://news.un.org/zh/story/2024/03/1127606>

¹⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795744666424567440&wfr=spider&for=pc>

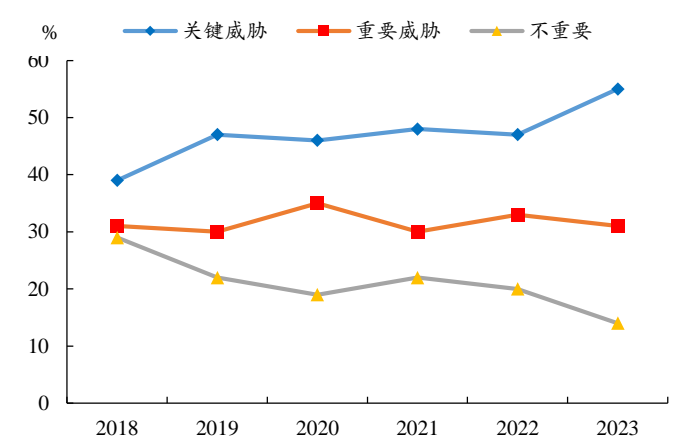
和党人，另一部分则是对非法移民不满意的民众。根据 GALLUP 的民调数据，美国民众对移民整体仍持欢迎态度（57%），但对非法移民的不满在上升（55%），因此拜登可能会愿意与共和党达成某种程度的妥协，减少非法移民的数量，并安抚民意。

图17：美国民众对移民总体呈欢迎态度



数据来源：GALLUP、开源证券研究所

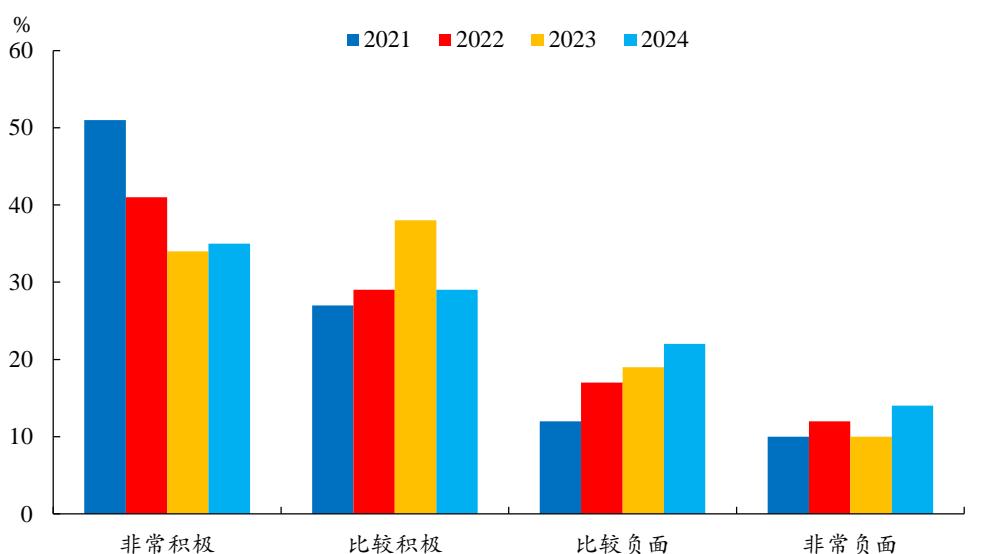
图18：美国民众认为非法移民是当前的重要威胁



数据来源：GALLUP、开源证券研究所

年龄问题看似无解，但拜登团队一方面通过各项体检数据，极力反驳拜登年纪过大可能导致的种种问题，另一方面则极力在各种场合彰显拜登的精力充沛以及身体健康，或能够最大可能的减轻相关负面影响。在2月28日，白宫公布了拜登的体检结果，宣称拜登是一个“健康、充满活力、强健”的81岁老人，仍然“适合履行总统职责”¹⁶，希望消除公众关于拜登身体健康问题的疑虑。此外，拜登也频频利用各种机会在公众视野，反驳其年纪太大、不适合连任的观点，特别是在3月7日的国情咨文中，拜登一反往日的惯例，发表了一篇“充满活力和激情”的演讲，以打消民众的质疑。而根据 CNN 等媒体的调查，有超过 3200 万人观看了该演讲（同比+18%），并有 65% 的民众对拜登的讲话给予了正面评价。

图19：拜登国情咨文讲话后，民众反应较为积极



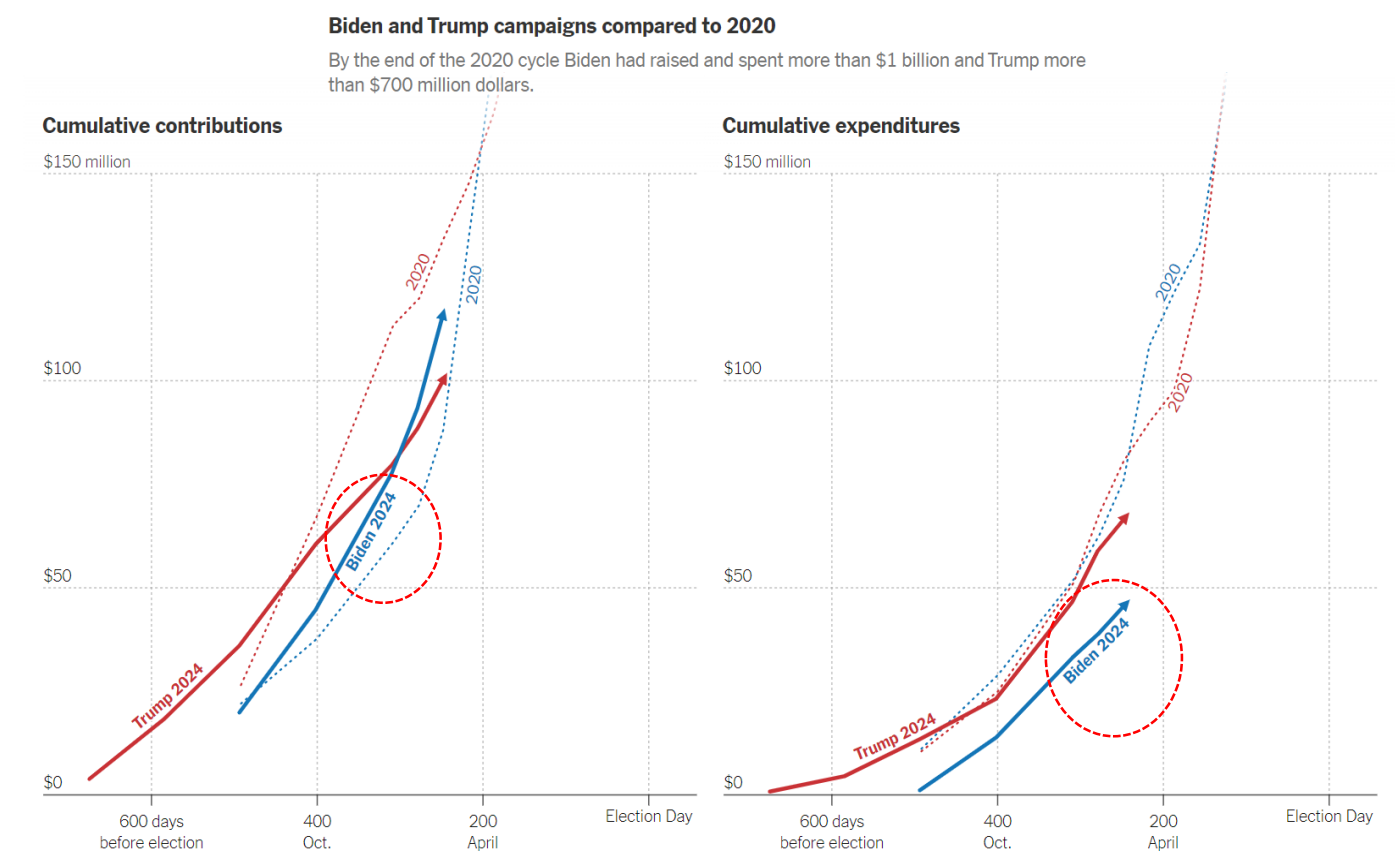
数据来源：CNN、开源证券研究所

最后，拜登较特朗普更能获得民主党内的支持，其筹款进度也相对较为顺利，

¹⁶ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1792200529960135764&wfr=spider&for=pc>

这意味着拜登后续用于竞选的资金也将更充足。与特朗普相反，民主党内对拜登的支持较为统一，不仅现阶段党内没有明显的挑战者，民主党内的其他政治明星也乐于为其站台。在3月28日的募款活动中，民主党的两位前总统克林顿和奥巴马也积极参与，帮助拜登团队筹集了2500万美元的资金，创下政治活动筹集资金的最高记录¹⁷，与特朗普的资金优势也将进一步拉大。参考2020年，当前拜登筹款进度超过2020年，但花费进度较慢，这意味着随着后续拜登竞选活动的展开，其支持率有望更进一步上行。

图20：拜登筹款进度较为顺利，已超过2020年



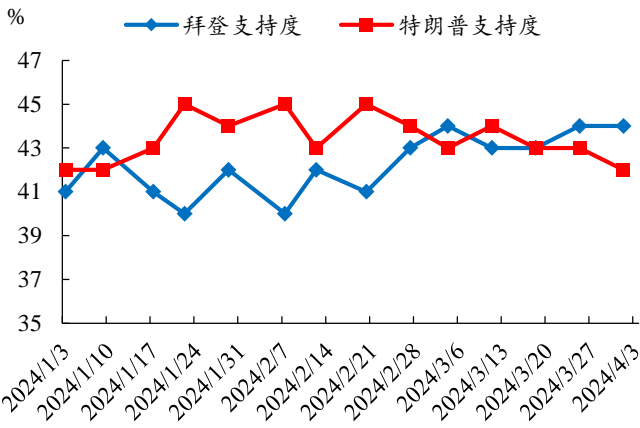
资料来源：The New York Times、开源证券研究所

综合来看，虽然特朗普前期因为吸引了较多的媒体关注，加上拜登部分问题处理失当，民调一度出现较大幅度领先。但随着拜登逐渐将注意力转向选举，并针对自己的短板进行政策调整，从近期的民调来看，拜登已经隐隐有企稳姿态。从下图不难看出，在 Morning Consult 的民调中，2024 年初特朗普确实领先，但拜登已经逐渐迎头赶上，并已经赶超特朗普，而 YouGov 民调也有相同趋势。

我们认为，当前两人的差距或将逐渐减少，但随着大进攻防战的正式开始，双方会有更多的行动，而两人均有不同程度的“硬伤”，选情或较为胶着，因此当下判定谁输谁赢还为时尚早。我们认为，至少需要到 7-8 月份才能够比较明确的观察到可能的选举结果，一则是彼时特朗普的司法案件结果大多已经水落石出；二则是美国经济是否能够实现软着陆、通胀是否能够如期下行也将更加明显；三则是离美国总统选举日期也较近，双方的政策效果也比较明显，当下来看，可能更多的是做好及时跟踪与观察。

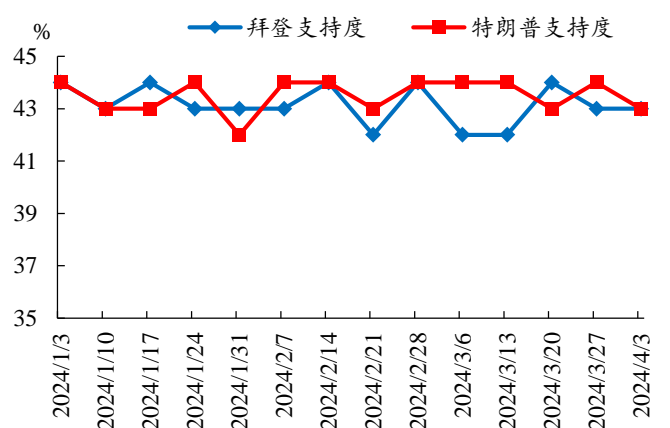
¹⁷ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1794841086841386085&wfr=spider&for=pc>

图21: Morning Consult 民调显示拜登开始领先



数据来源: 270 TO WIN、开源证券研究所

图22: YouGov 民调显示拜登开始追上特朗普



数据来源: 270 TO WIN、开源证券研究所

3、拜登、特朗普“重赛”或放大政治与经济波动

3.1、拜登与特朗普的政策分化或是后续不确定性的重要来源

当前拜登尚未提出明确的竞选政策，特朗普则在其竞选网站上提出 47 条竞选主张 (Agenda 47)¹⁸，我们结合双方过往的执政表现、公开发言及两党不同的价值观取向，不难发现**两者的政策选择具有非常大的不同**，而这或将对美国政治经济产生重要影响，并外溢至全球其他地区，成为 2024 年各类资产价格波动的重要来源。

首先来看**经济和产业政策**，特朗普与拜登的现行政策或有较大的差别。在第一任期内，特朗普成功实施了力度较大的减税与一系列关税政策，从近期特朗普公布的竞选纲领来看，其在减税方面着墨较少，更多的聚焦于关税政策，而拜登对关税政策则相对较为中立。两者最大的区别或在于产业政策，拜登是新能源的大力支持与提倡者，特朗普则支持化石能源的开采，这对于新旧能源行业影响将较大。此外，双方对美联储的政策看法亦不一致，特朗普时期较多的对美联储的货币政策发表意见，而拜登则维持表面尊重美联储独立性的传统，这一点也会对美国的货币政策带来扰动。当然，两者在支持美国制造业发展、推动技术创新上有一定的共识。

其次则是**外交方面**，拜登是美国传统外交观念的拥趸，即依靠传统的盟友，并大力支持北约、支援乌克兰，但特朗普奉行“孤立主义”，主张“美国优先”。这一点是双方的重要差别，对全球的地缘政治局势有重要影响，对全球大宗商品价格将带来较为明显的扰动。

最后则是**社会话题的不一致**，特别是在移民与堕胎权方面，这一点与民主、共和两党的价值观取向有很大关系。拜登是支持移民与民众拥有堕胎权的一方，在其任内，美国有大量的非法移民入境；而特朗普则反对移民，堕胎权方面，则认为这是各州的权利，不过保守的共和党人则反对堕胎。这些区别，可能会加大美国社会的裂痕，从而带来非常多的不确定性。

¹⁸ <https://www.donaldjtrump.com/agenda47>

表1: 特朗普与拜登竞选主张区别较大

政策主题	拜登	特朗普
移民	增加边境巡逻和执法的资金和资源, 为在美国的人提供申请合法身份并最终获得公民身份的途径, 并为美国大学的外国毕业生创造更顺畅和更广泛的签证程序。	声称无证移民 "毒害了我们国家的血液", 计划 "极端扩大其第一任期对移民的镇压", 包括 "准备大规模围捕已在美国的无证人员, 并将他们拘留在庞大的营地中等待驱逐"。
外交	将加强北约联盟和为大国竞争做准备视为其第一任期的基石, 并承诺在其第二任期内捍卫北约联盟, 承诺将继续支持乌克兰。	在竞选活动中重申了其孤立主义的 "美国优先" 外交政策议程。特朗普表示, 即使在他就职之前, 他也将 在 24 小时内结束俄乌战争, 停止 "美国财宝源源不断地流向乌克兰", 并要求欧洲偿还美国重建库存的费用。
社会服务和医疗保健	承诺保护和捍卫《平价医疗法案》; 将把最初的《重建美好生活法案》中因参议员的抵制而未纳入的其余承诺纳入其中, 最终形成折衷的《降低通货膨胀法案》。这些承诺包括提供两年免费社区大学学费、普及学前教育以及将大多数家庭的托儿费用限制在收入的 7% 以内。拜登还表示, 打算恢复最初在《2021 年美国救援计划法案》中通过的扩大儿童税收抵免政策, 将 6 岁以上儿童的税收抵免额提高到 3000 美元, 6 岁以下儿童的税收抵免额提高到 3600 美元。	如果当选总统, 将取代《平价医疗法案》; 对削减社会保障和医疗保险等福利项目持开放态度。
能源、环境和气候变化	相信气候变化是人为造成的, 加强在特朗普执政期间被削弱的环境保护措施。	承诺增加公共土地上的石油钻探, 为石油、天然气和煤炭生产商提供税收减免。特朗普表示, 他的目标是使美国成为世界上电力和能源成本最低的国家; 已承诺将撤销电动汽车计划, 并取消拟议中的环保局尾气排放限制 (该限制要求到 2030 年 54% 的新车必须是电动汽车)。
经济与贸易	承诺创造中产阶级就业机会, 反对 "涓滴经济"。再度强调前期通过的《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》和《降低通货膨胀法案》, 预计将在 10 年内投资 1 到 2 万亿美元用于工业政策。	特朗普将对大多数外国商品征收 "或许 10%" 的普遍基准关税, 如果贸易伙伴操纵本国货币或采取不公平贸易做法, 特朗普将加大惩罚力度。计划敦促国会通过一项 "特朗普互惠贸易法案", 赋予总统对任何向美国征收关税的国家征收互惠关税的权力。
教育	攻击教师谈论种族和种族主义是错误的, 并反对佛罗里达州的《家长教育权利法案》。支持保护变性学生, 同时也允许学区通过更新《第九章》(Title IX) 的保护措施, 限制变性妇女参加竞技性女子体育比赛。	打算在公立学校推广祷告, 并表示他将为 "爱国教育" 而奋斗, "教导学生热爱自己的国家, 而不是像现在教导的那样憎恨自己的国家", 并将推广 "核心家庭", 包括 "母亲和父亲的角色" 以及 "使男人和女人与众不同和独一无二的东西"; 将削减对包含 "批判种族理论、性别意识形态或其他不适当的种族、性或政治内容" 的项目的联邦资助。
堕胎	将恢复 "罗诉韦德案"	称佛罗里达州的六周堕胎禁令 "糟糕透顶", 拒绝支持全国性的限制措施, 将共和党在 2022 年大选中的失利归咎于反对堕胎者, 并承诺如果当选, 将在这一问题上与民主党妥协。
LGBT	拜登曾表示, 他支持保护 LGBT 群体, 并支持获得性别确认护理。	特朗普表示, 将要求国会通过一项法案, 规定美国只承认出生时确定的两种性别, 并承诺打击性别确认护理; 在全美 50 个州推动禁止对未成年人进行激素和手术干预。

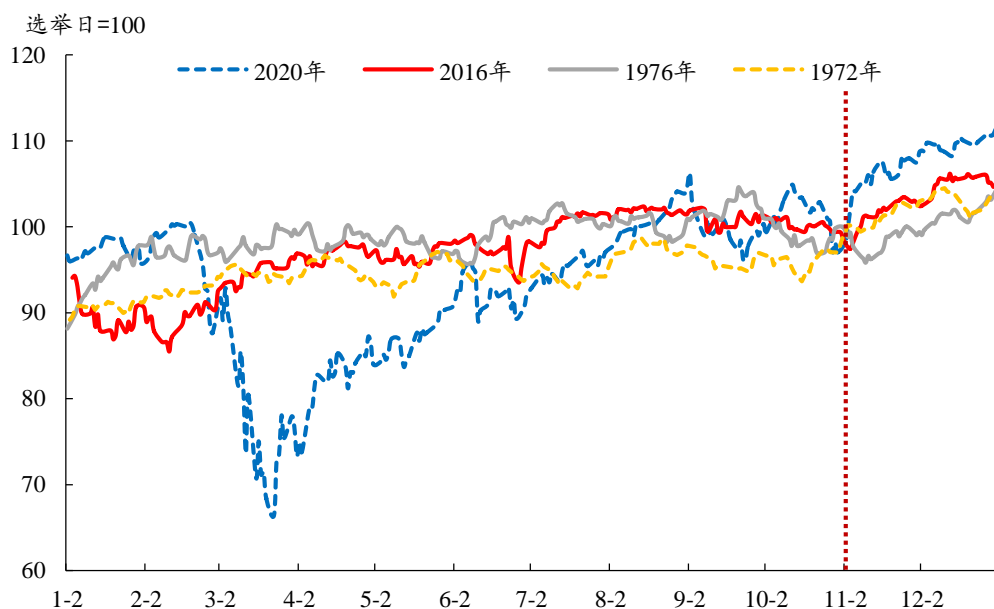
资料来源: AP News、Washington Post、Politico、The New York Times、USA Today、开源证券研究所

3.2、选举年的大类资产表现不一，波动性相对较大

在过去的几十年中，美国大选年经常伴随着市场的波动，各类资产的表现也并不一致，为了能够较好的与 2024 年大选进行对比，我们从宏观经济环境、政治周期、参选人等因素出发，选取 1972、1976、2016 以及 2020 年的资产表现进行复盘，以期对当下有所启示。

首先来看**美股**（标普 500 指数），在我们选取的样本中，美股全年均录得一定程度的涨幅。除去 2020 年初，因新冠疫情冲击导致美股一度录得较大幅度跌幅外，在剩余 3 个选取的选举年份，美股均呈现出较为稳定的上涨。在 1972 年以及 1976 年，当时的美国均经历了一定幅度的去通胀进程，与当下的宏观环境较为类似，但可能由于企业盈利的增长以及技术的进步，美股仍然录得了较为可观的涨幅，但需要看到，大选前 1-3 个月股市有不同程度的调整，或与资金的避险情绪有关。而 2016 年与 2020 年期间，虽然分别经历了低通胀环境与新冠疫情，但得益于企业盈利、极度宽松的经济政策，股市亦录得了较为可观的收益。

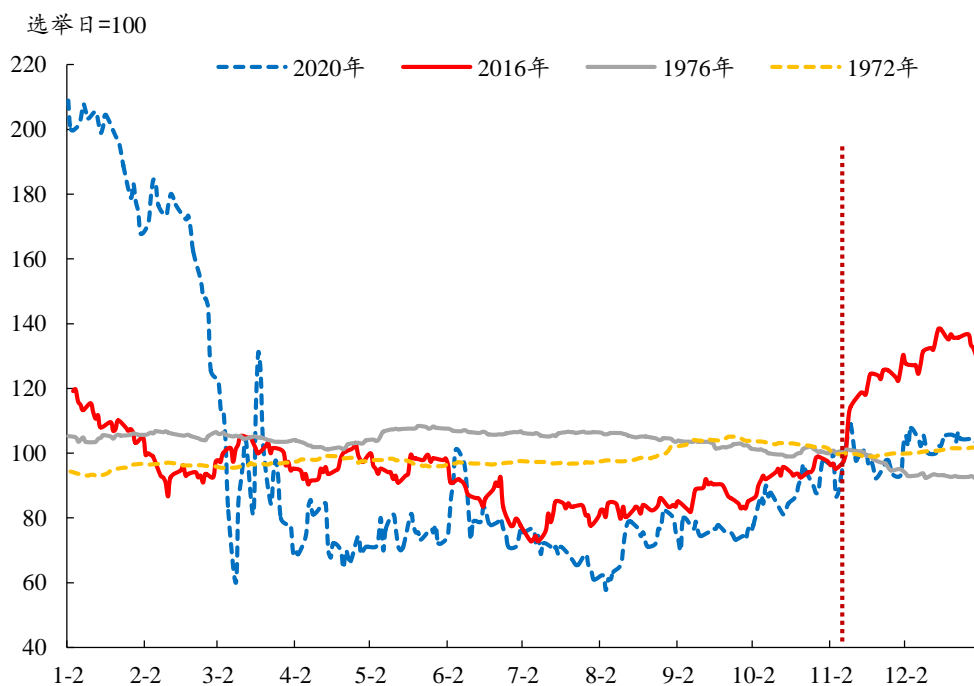
图23：大选年标普 500 指数全年大多录得涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

美债方面，在 1972、1976 年的选举周期，10 年期美债收益率表现较为平稳，这可能与当时通胀逐渐回落，民众预期较为稳定有关，且彼时的美债收益率的绝对水平相对较高，因此出现较大幅度的波动可能性较小。而 2016 年美债收益率先跌后涨，或主要受美联储加息预期引导，事实上，美联储在 2015 年底加息 25bp 后，直至 2016 年大选结束后才再度加息，从而带动美债收益率呈现相关走势。2020 年则由于疫情冲击，美联储进行了大力度的货币宽松，因此 10 年期美债收益率大幅下行。

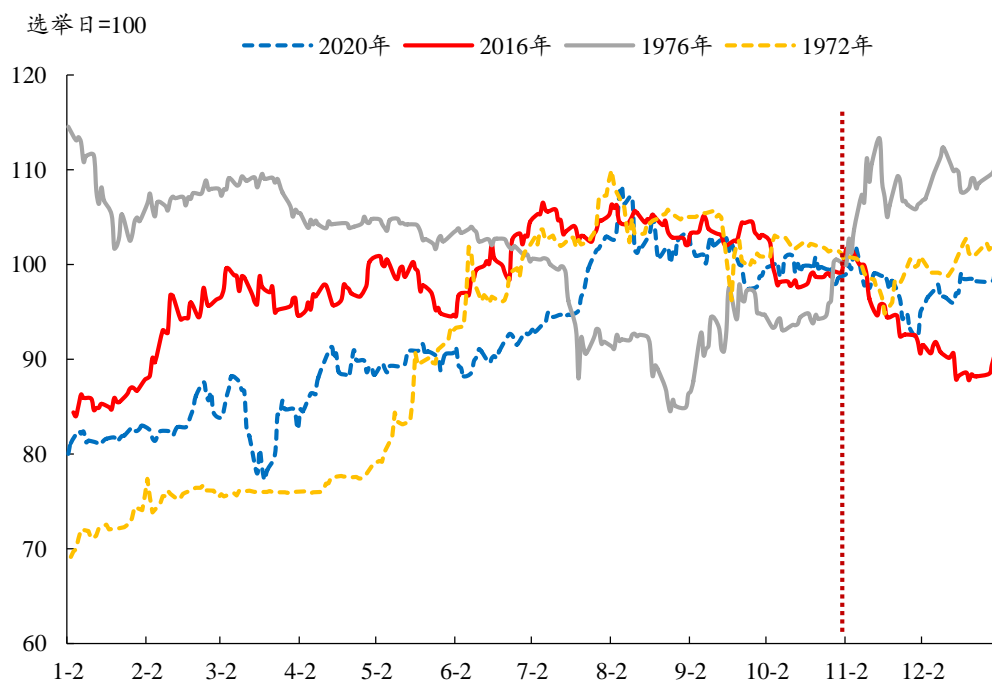
图24：大选年 10 年期美债收益率较为震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后看黄金，从下图不难看出，在选取的 4 个选举年份黄金走势较为分化，整体走势均较为震荡。其中 1976 年黄金价格先跌后涨，最终全年微跌。而 1972 年由于黄金刚与美元脱钩，整体先涨后跌。2016 与 2020 年亦是相同走势。不过从全年角度来看，黄金在大选年表现都不算差。

图25：不同选举年黄金表现都不算差

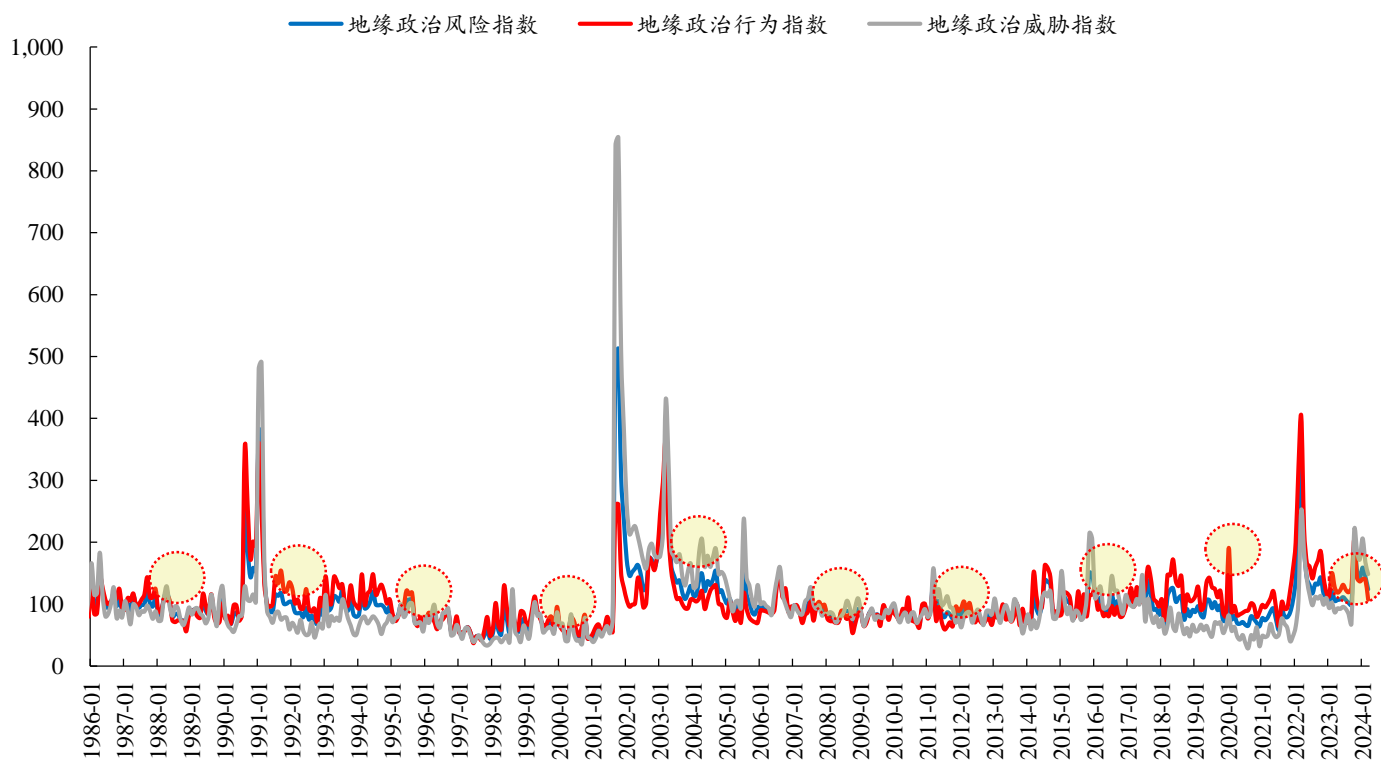


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、美国总统大选年不确定性相对较高，关注可能的地缘政治风险

如前所述，在过去的几轮美国大选中，美国的经济与政治均有较大的不确定性，从而对资产有一定的影响。但事实上，考虑到美国在国际政治中的重要作用，美国总统大选年往往还伴随着重要的全球地缘政治波动，这一点我们亦不容忽视。这一方面是美国对全球地缘热点区域（中东、俄乌等）干预程度较深，总统大选容易引发其外交政策变动；另一方面，或许与部分组织希望利用美国大选来达成自身利益诉求有关。总的看，在美国总统大选的年份，国际地缘政治风险相对较高，因此可能会对相关的资产价格带来影响，从这个角度来看，不难理解为何黄金会在美国大选年时间段表现均相对较好。

图26：美国总统大选年地缘政治风险指数相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

- 1、若美国经济超预期衰退，拜登选举基础可能发生动摇。
- 2、若巴以冲突、俄乌冲突等国际地缘政治局势恶化，或将对美国民众的情绪造成改变，从而影响选举结果。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn