



美国大选首场辩论怎么看？

——美国大选跟踪系列

2024年6月28日

美东时间6月27日晚9点，北京时间28日早9点，美国现任总统拜登和前总统特朗普在大选首场辩论中交锋。双方回答了有关经济、关税、地缘冲突、民生等17个问题，但两位候选人很少直接回答主持人提问，拜登口齿不清的回答以及特朗普频繁的跑题主导了整场辩论。从辩论表现和市场反应来看，我们认为拜登处于劣势，民主党人表示感到“痛苦”，后续关注9月份的第二场辩论。

分析师

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 于金潼、铁伟奥

风险提示

1. 对拜登和特朗普发言理解不到位的风险
2. 特朗普进一步卷入法律诉讼的风险
3. 拜登健康状况恶化影响选民信心的风险

● 总统辩论的核心关注点有哪些？

(1) **通胀和经济**: 拜登认为其任期内失业率大幅下行，新增就业显著；通胀仍需努力解决，在住房问题方面将建造200万套新住房，并设定房租上限。特朗普表示拜登创造的新工作岗位多是新冠结束后的自然反弹和非法移民导致，并否认减税和新增关税可能加剧通胀，尽管他并没有提供实质性证据。

(2) **关税与贸易政策**: 特朗普并未直接回答他计划的10%普遍关税可能导致通胀的问题，表示只会让其他国家承受关税的痛苦，而另一方面关税还可以帮助美国充实财政总收入并减少赤字。目前美国的综合关税率仅为0.25%左右。

(3) **债务和税收**: 特朗普认为减税会使经济更有活力，让公司取得更多收入以偿还债务。拜登认为要对顶级富豪加征更多税款，以此偿还美国的债务并加强医疗系统。

(4) **移民和边境**: 拜登宣称会尽力阻止非法移民，但不会采取激进措施。特朗普攻击了拜登的边境政策并认为应该完全关闭边境，但他没有完全回答主持人是否会进行“历史上最大的（非法移民）驱逐出境计划”，只是致力于限制非法移民，并多次抨击拜登开放边境的政策。

(5) **外交和地缘政治**: 特朗普最终表示不会接受普京对于乌克兰领土和禁止乌克兰加入北约的条件，他承诺自己将在总统就职前解决俄乌战争的问题。对于巴以冲突，拜登重提自己的“三步走计划”。特朗普则抨击拜登给北约过多援助，随后表示了对以色列的无条件支持。

(6) **社保基金耗尽**: 拜登表示要让富人上缴更多税款，不会提高对收入四十万美元以下人群的税收。特朗普再次攻击拜登引发非法移民问题并认为让此群体加入社会保障系统会削减其他合法公民的权益。有关中美竞争的问题并没有在辩论中被重点提及。

● 谁表现更好？拜登的两点劣势：

由于主要候选人在辩论前就早已对主要问题充分表达了各自的观点，6月27日的首场辩论对关注者来说主要可以观测两位总统候选人的身体与精神状态和临场反应。现任总统拜登在与特朗普本次的“唇枪舌剑”中可能处于劣势，主要源于两方面的问题：

(1) 拜登的辩论的整体状态不佳，降低公众对其身体和精神状况的信心，彭博数据显示拜登的赔率在辩论后暴跌至36%，而特朗普的赔率则上升至58%。

(2) 本场辩论中特朗普采取了“以我为主”的策略以不停强调自身观点和叙事，干扰辩论的议程，而拜登更加直接的回答主持人并跟随特朗普的叙事进行驳斥的策略使他长期处于特朗普引导的议程框架中。在两者没有“讲事实、摆

证据”、对自身政策进行实质性讨论的情况下，观众的注意便难以集中在政策与改革是否真的有利于自身和美国的利益，而是在两位候选人的个人表现力上，这很显然是特朗普的强项。媒体也对拜登的首场表现不乐观，尽管也有部分媒体批评了特朗普散布不实信息，但总体倾向于拜登处于劣势。

- **市场反应？** 美国 10 年期国债收益率和美元指数在总统辩论前夕和拜登表现较差的初期出现了明显的上行，随后有一定程度的回落。10 年期美国国债从 4.289% 左右上行，在辩论开始时达到约 4.300%，在辩论 50 分钟左右时达到 4.331% 的高点，随后开始回落，但辩论结束后一段时间内仍维持在 4.3% 上方；美元指数也经历的先升后降的过程。除了大选辩论外，美国一季度 GDP 平减指数年化季调增速修正至 3.1% 和 PCE 通胀增速仍偏强可能也有影响。总体上，市场反应可能表明，虽然通过第一次总统候选人辩论还难以判断谁是赢家，但投资者变得更加倾向于为特朗普上台做准备，这可能导致美元的持续强势和 10 年期美债收益率在偏高范围内波动（4.0%-4.7%）。需要注意，特朗普如果当选，可能实施大规模减税政策、令美元贬值加强贸易优势以及限制移民，上述因素也可能导致通胀中枢在未来几年持续高于预期。
- **下一步关注什么？** 虽然本次拜登表现不佳，但距离 11 月 5 日选举日还有 4 个多月，期间特朗普和拜登还会在 9 月进行第二场总统辩论，特朗普也会面临诸多法律诉讼的压力，因此拜登还有机会扭转颓势。虽然拜登目前表现不佳，但民主党更换候选人的概率极低。如果特朗普当选，美国的外交和贸易政策可能变得更有攻击性，战略思路可能碎片化，因此目前美国大选最大的风险点就是特朗普政策的不确定性。相比于在现有政策上深耕的拜登，特朗普可能会成为全球贸易和地缘政治中的“鲑鱼”，导致资产价格显著波动。由于特朗普在上一任期履行了很多选举期间的承诺，所以也需要继续密切关注特朗普在竞选期间的保证。

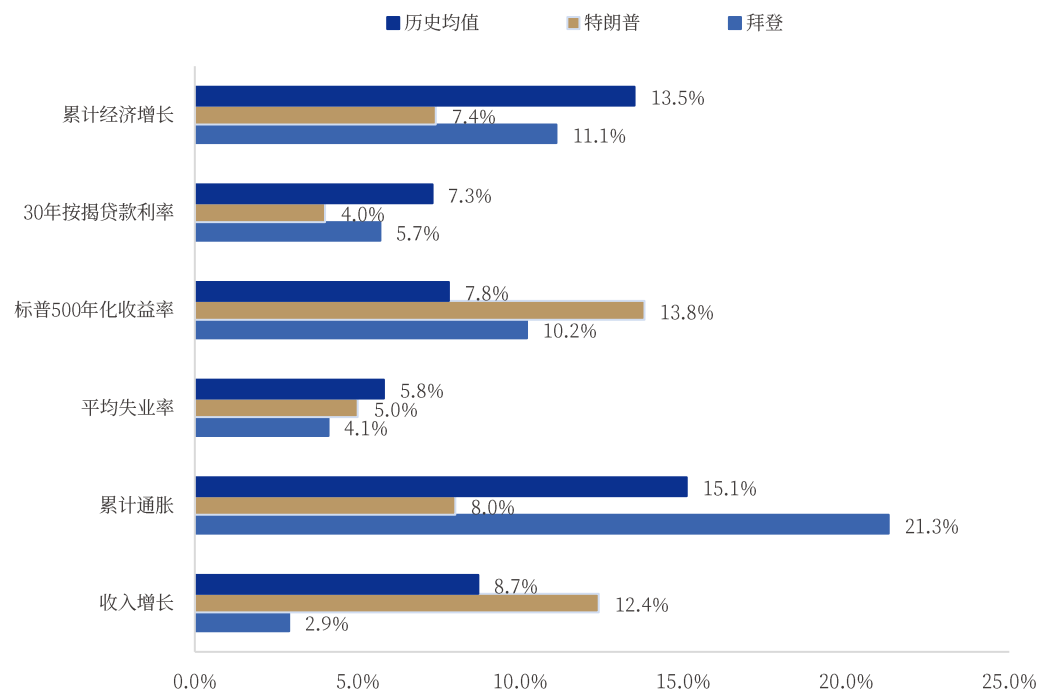
一、总统辩论的核心关注点？

美东时间 6 月 27 日晚 9 点，北京时间 28 日早 9 点，美国现任总统拜登和前总统特朗普在 2024 年选举周期的首场总统辩论中展开对决。双方回答了有关经济、关税、地缘冲突、民生等 17 个问题，但两位候选人很少直接回答主持人提问，拜登口齿不清的回答以及特朗普频繁的跑题主导了整场辩论。以下是一些对于资产价格和宏观经济有影响重要问题和候选人的回答。

经济和通胀问题：拜登表示他接手时经济状况非常糟，失业率达到 15%，如今失业率已放缓，也新增了许多新工作岗位（有口误）。通胀仍需努力解决，在住房问题方面将建造 200 万套新住房，并设定房租上限。特朗普表示疫情前他创造了有史以来最好的经济表现，没有制造战争，他认为拜登创造的新工作岗位多是新冠结束后的自然反弹和非法移民导致。拜登反驳特朗普给富人减税过多，并且失业率和赤字率极高。特朗普则否认减税和新增关税可能加剧通胀，尽管他并没有提供实质性证据。

从民调来看，选民们认为特朗普执政期间经济和自身的财务状况更好，尽管拜登时期经济数据强劲，但高价格给居民的体验感并不好，微观体验和宏观数据的差距较大。

图1：2024 美国大选候选人赔率（%）



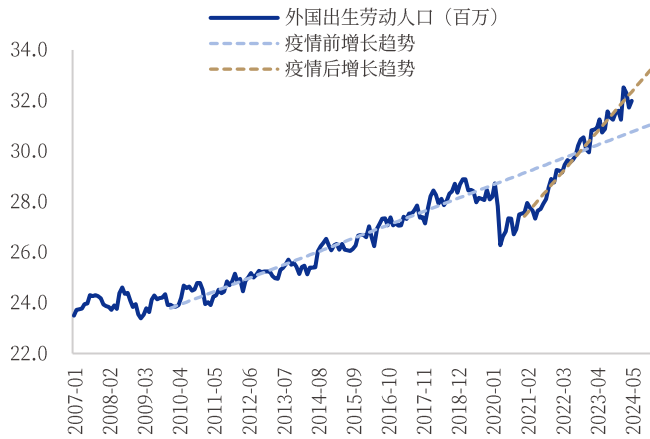
资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院

关税与贸易政策：特朗普并未直接回答 10% 的普遍关税可能导致的通胀问题，表示只会让中国和其他国家承受关税的痛苦，而另一方面关税还可以帮助美国充实财政总收入并减少赤字。目前美国的综合关税率仅为 0.25% 左右，如果按特朗普的设想全面提升至 10%，刚性需求品的进口成本将大幅上升并推动通胀，可能造成美国利率和通胀中枢上移。

债务和税收：特朗普认为减税会使经济更有活力，让公司取得更多收入以偿还债务。拜登认为要对顶级富豪加征更多税款，以此偿还美国的债务并加强医疗系统。

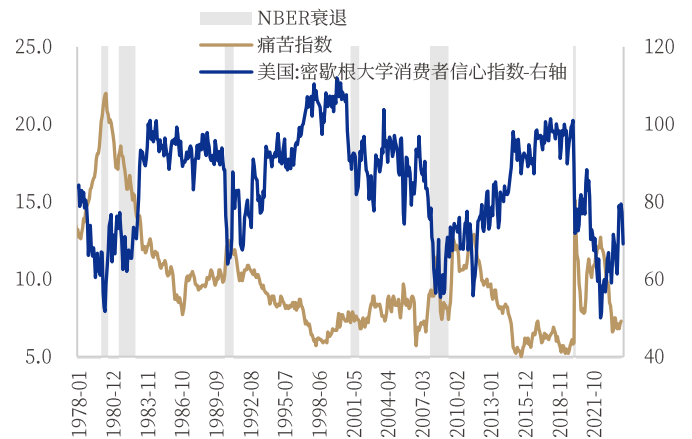
移民和边境：拜登宣称会尽力阻止边境的非法移民，但不会采取激进措施。特朗普攻击了拜登的边境政策并认为应该完全关闭边境，但他没有完全回答主持人是否会进行“历史上最大的（非法移民）驱逐出境计划”，只是致力于限制非法移民，并多次抨击拜登开放边境的政策。

图2：美国劳动市场中移民人口的供给不断增加



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

图3：美国居民消费信心依然不强，失业率上升和通胀导致体感不佳



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

俄乌和巴以问题：特朗普最终表示不会接受普京对于乌克兰领土和禁止乌克兰加入北约的条件，他认为如果自己在任就不会发生任何战争，并承诺自己将在就职前（before I take office）解决俄乌战争的问题。拜登认为特朗普某种程度上鼓励了俄罗斯对乌克兰出兵。对于巴以冲突，拜登重提自己的“三步走计划”（1.无条件停火；2.哈马斯释放人质、以色列退出加沙；3.停战并开启重建计划。拜登辩论中所讲的顺序有误）。特朗普首先抨击拜登给北约过多援助，随后表示了对以色列的无条件支持。特朗普随后绕过了拜登提及的北约相关问题，重申自己从欧洲和北约要到了很多钱。

俄乌和巴以冲突关系到民主共和两党不同的利益诉求。俄乌方面，共和党代表美国本土资本，俄乌冲突本身并不会给共和党金主带来任何好处，并且乌克兰会消耗美国财政，因此特朗普并不希望继续资助乌克兰，且停止战争对自身形象有较大提升，特朗普常常以上一任期没有发动任何战争而自豪。巴以方面，共和党由于选民大多信仰福音教派，对于以色列“天选之地”有执着的信仰，因此共和党更在乎以色列的存在。而民主党则认为巴以冲突造成的人道主义灾难损害了自身形象，故此对以色列的支持并不充分，拜登政府已经暂停向以色列运送军事援助。

社保基金耗尽问题：拜登表示要让富人上缴更多税款，不会提高对收入四十万美元以下人群的税收，他认为特朗普要削减社会福利和税收。特朗普再次攻击拜登引发非法移民问题并认为让此群体加入社会保障系统会削减其他合法公民的权益。

另外，除了特朗普简单表达了对于中国的担忧，关于中美竞争的部分并没有在此场辩论中重点提及。

表1: 美国总统辩论第一轮问答

序号	问题	回答
1	提问经济与通胀问题, 选民认为在他任内经济情况更糟糕, 问拜登有何看法	拜登表示他接手时经济状况非常糟, 失业率达到 15%。如今失业率已放缓, 创造了许多新工作岗位 (有口误), 通胀仍需努力解决, 并努力解决住房问题, 建造 200 万套新住房, 为房租设定上限。特朗普表示疫情前他有历史最好的经济表现, 没有制造战争, 他认为拜登创造的新工作岗位都是提供给非法移民和新冠结束后的自然反弹。拜登认为特朗普给富人减税过多, 并且失业率和赤字率极高。
2	对特朗普提问对所有商品加征 10% 的关税如何不会使物价水平更高	特朗普认为关税只会让如中国和其他国家付给美国更多钱以减少赤字和进行更多支出。
3	对两名候选人提问债务问题, 提问特朗普减税政策即将到期, 在债台高筑情况下为何还要继续减税	特朗普认为减税会使经济更有活力, 会让公司取得更多收入以偿还债务; 拜登认为要对顶级富豪加征更多税款, 认为通过这样就可以偿还美国债务并加强医疗系统。
4	对堕胎问题提问, 提问特朗普是否会阻止堕胎药的使用, 提问拜登是否应该限制妇女终止怀孕的时间	特朗普表示不会阻止使用堕胎药, 但认为堕胎的裁定权应该回到各州。拜登认为应该回到国家层面并坚定支持罗诉韦德案裁决。
5	提问移民问题, 非法移民数量达到新高, 提问拜登如何解决; 提问特朗普是否会驱逐所有的无证移民, 包括配偶是美国公民并居住了数十年的非法移民。	拜登认为他会尽力阻止边境非法移民, 但不会采取激进措施; 特朗普攻击了拜登的边境政策并认为应该完全关闭边境, 但他没有完全回答主持人的问题, 只说要把这些人赶出去。
6	提问特朗普俄乌战争问题, 是否会同意普京的停火方案	特朗普绕过了问题并攻击拜登, 认为自己在任不会发生任何战争, 并且不会接受普京占领乌克兰领土的条件, 承诺自己当选将立刻解决俄乌战争的问题。拜登认为是特朗普鼓励俄罗斯对乌克兰出兵。
7	提问双方巴以问题, 提问特朗普是否支持巴勒斯坦建国	拜登重提自己的“三步走计划”; 特朗普先抨击拜登提供过多资助给北约, 并表示了对以色列无条件支持。
8	提问特朗普攻击国会大厦的问题, 并怀疑会再次发生类似 1 月 6 号的事件	特朗普指责佩洛西拒绝了他提供的警备, 但绕过了指责国会山事件
9	提问特朗普是否会对自己对手政治追责	没有正面回答问题, 但认为可能会追诉拜登和他儿子
10	提问拜登 MAGA 共和党人投票是否会摧毁美国民主	拜登攻击特朗普, 提及夏洛茨维尔的白人至上集会。特朗普也继续攻击拜登
11	提问拜登黑人相关问题	拜登提及了自己任内一些黑人取得进步的数据, 例如黑人创办的小企业数量、黑人失业率、黑人住房问题, 认为自己降低了黑人的育儿成本; 特朗普攻击拜登的通货膨胀问题, 认为环保法案是有问题的, 认为非法移民抢走了黑人的工作。
12	提问气候问题, 提问特朗普是否会采取措施	特朗普表示只关心水和空气的清洁, 特朗普声明不会在巴黎协议上花钱。
13	拜登被问及如何防止社会保障信托基金在 2033 年耗尽, 导致公民福利减少 17%。	拜登表示要让富人付更多税款, 不会提高收入四十万美元以下的税收。并认为特朗普要削减社会福利和税收。特朗普再次攻击非法移民并认为让这些人加入社会保障会削减其他合法公民的权益
14	提问育儿成本的问题, 提问特朗普如何使用育儿成本降低	特朗普完全没有回答这个问题, 拜登认为应该大幅增加儿童保育税收减免, 并提供更多支持政策给单亲父母和女性
15	提问美国人用药过量和毒品问题, 提问特朗普如何结束毒瘾问题	特朗普认为自己任内, 疫情前已经限制了毒品问题, 但用药问题和边境问题是一体的。拜登提出要用机器检测去减少毒品的流通。
16	提问了拜登的年龄问题	拜登维护了自己并攻击特朗普。
17	提问特朗普是否会接受这次的选举结果 (不会再发生暴动)	特朗普表示只要投票自由公开会接受任何结果。

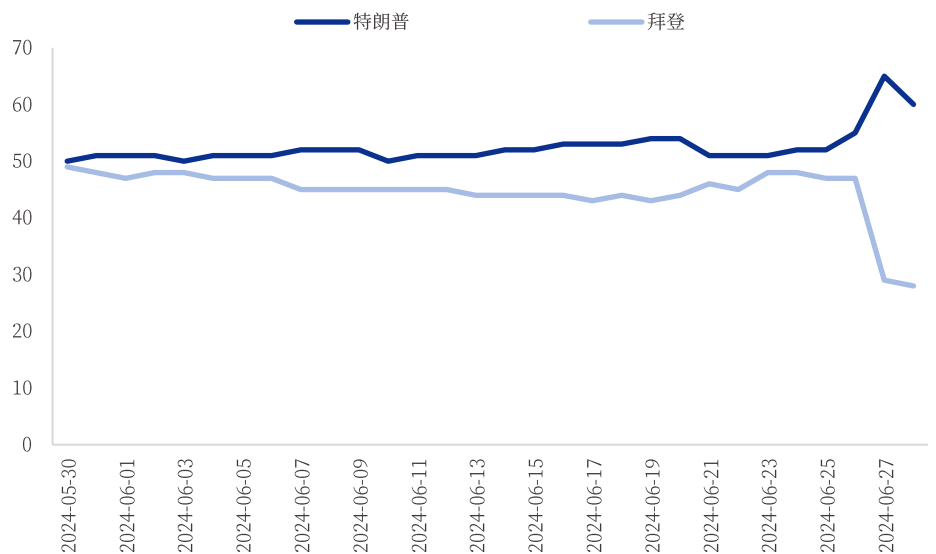
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、谁表现更好？拜登在状态和辩论议程上处于劣势

由于主要候选人在辩论前就早已对移民问题、堕胎立法、贸易政策、外交与军事政策、财政预算和税务环境、社会福利和民主程序方面充分表达了各自的观点，6月27日的首场辩论对关注者来说主要可以观测两位总统候选人的身体与精神状态和临场反应。综合来看，两人的基本优劣势并未改变，拜登的困扰是公众对他高龄之下头脑敏锐性和身体健康的质疑，而特朗普则在身陷法律困扰的基础上面临发表破坏民主的煽动性言论的指控。不过，现任总统拜登在与特朗普本次的“唇枪舌剑”中可能处于劣势，主要源于两方面的问题：

(1) 拜登的辩论状态不佳，降低公众对其身体和精神状况的信心：在候选人辩论的前半段时间，拜登的精神状态相较于特朗普明显更加涣散，他的发言尽管更贴近辩论问题，但声音嘶哑低沉、口齿不够清楚，并频繁出现口误和口吃的问题；肢体语言和面部表情方面，拜登的状态较为机械和僵硬，他用于嘲讽特朗普发言的“尴尬笑容”也难以增强公众对他高龄执政的信心。尽管白宫方面表示，拜登当天感冒可能影响了他的发挥，且拜登的表现在后半段辩论有所改善，但从事后彭博提供的候选人获胜概率来看，投资者认为拜登赢得连任的可能显著降低，拜登的赔率在辩论后暴跌至36%，而特朗普的赔率则上升至58%。

图4：2024美国大选候选人赔率（%）



资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院

拜登的状态从对“国家债务”的问题回应开始就较差，反映在一系列的口误和改口上，相比于口若悬河的特朗普显得磕磕绊绊，思维迟缓。最典型的例子是，在谈及美国富人税负过低问题时，拜登先是错误的说美国有上千个“万亿富翁”（trillionaires）随后立刻改口为“亿万富翁”（billionaire），然后仅在十几秒后，拜登再次将对富人征税后额外获得的5000亿美元（500 billion dollars）口误为5亿美元（500 million dollars）。最后，拜登甚至未能顺利结束这一话题，并在谈及医疗保障时开始由于想不起后续回应而结巴。（原话为：making sure we are able to make every single solitary person eligible for what I've been able to do with the... with with the covid.... with the ... excuse me. With emmm dealing with

everything we have to do with ... look, if ... we finally beat Medicare.) 类似的磕绊和逻辑混乱在辩论中期也屡有发生，直到后段拜登的状态才有所好转。

(2) 本场辩论中特朗普采取了“以我为主”的策略以不停强调自身观点和叙事，干扰辩论的议程，而拜登更加直接的回答主持人并跟随特朗普的叙事进行驳斥的策略使他长期处于特朗普引导的议程框架中，因此本场辩论更像是特朗普的优势项目，即集会上的自我陈述和直接攻击对手：尽管拜登团队采取了严格限制辩论时间和在非候选人发言时间闭麦等策略，但拜登在特朗普的“以我为主”加强自身叙事的情况下陷入了特朗普的舒适范围。两人虽然在大多数政策上观点不同，但并未在政策的合理性上进行充分辩驳，而是自说自话和互相以夸张言辞攻击对方执政的失败。在两者没有“讲事实、摆证据”、对自身政策进行实质性讨论的情况下，观众的注意便难以集中在政策与改革是否真的有利于自身和美国的利益，而是在两位候选人的个人表现力上，这很显然是特朗普的强项。对比反应偏迟缓但发言更加理性温和的拜登，特朗普更加频繁的规避不利于自己的问题并回到可以拉拢自身票仓的摇摆人士的限制移民、堕胎立法权归于州政府、减税等优势话题上，同时不断对拜登的短板进行攻击。而拜登在驳斥特朗普攻击和夸张言论时没有充分展现自身的议程和优势，比如对美国在欧盟和印太地区外交战略的恢复和美国在其任期较强劲的经济表现。

在辩论实质内容不足的情况下，对辩论议程控制显得尤为重要，拜登在自身演讲和表现能力不及特朗普的情况下并未发挥其相对温和理性的优势，叠加其开局恍惚的精神状态，在首场总统候选人辩论中落于下风。

媒体也对拜登的首场表现不乐观，尽管也有部分媒体批评了特朗普散布不实信息，但总体也倾向于拜登目前处于劣势。媒体主要认为（1）辩论状态方面特朗普优于拜登；（2）拜登在谈及就业数据和药物价格时有口误，在边境问题的语法上让人难以理解，被特朗普嘲讽；（3）特朗普没有像上次辩论一样不停打断拜登，但传播了一些不实资讯；（4）两位候选人在私人和经济问题上互相指责，场面混乱。

表2：8家主流海外媒体对拜登和特朗普辩论表现评价，拜登处于劣势

名称	名称
纽约时报 NY Times	标题：在这场有争议得辩论中，拜登挣扎、特朗普咆哮
彭博 Bloomberg	特朗普在辩论中呈攻击态势，拜登呈防守态势；拜登在辩论中有很多停顿、回读、错误陈述，甚至完全静止，他说错了一些关键数据，例如在他管治下新增的就业（1500万说成了1.5万）、药物价格（200美元说成了2000美元）等，这次拜登摇摇欲坠的表现可能会损害民主党选情；特朗普利用了这次拜登令人失望的表现，对拜登移民问题以及通胀问题展开抨击。
华盛顿邮报 Washington Post	“彻头彻尾的粗糙”：拜登的声音沙哑，缺乏活力和变化，他的言语和论点结结巴巴，例如他试图带出他对医疗保健的观点，却不能在规定时间内完成他的观点。特朗普说了很多错误的资讯，例如蓝州在婴儿出生后依然把它杀死（堕胎问题）、拜登想加收4倍的税收等等，然而拜登不能有效的回应这些言论。值得注意的是，特朗普终于在堕胎问题上表态，表示堕胎问题应该由每个州的选民决定，他不会加以干预。
CNN	拜登的声音起伏很小，并且不能清晰地阐明他与特朗普的不同；特朗普则多次重复他不认可上次选举，并表示如果这次选举的结果是公平合法的话他会接受。这次的辩论有很多个人成分，拜登重点针对特朗普的刑事犯罪，并且指控特朗普在他妻子怀孕时还和色情明星发生关系；特朗普则针对拜登儿子的刑事案件。CNN认为拜登的年龄问题越发严重，他无法证明他还有能力担任总统，特朗普则一反常态，没有像2020年一样打断拜登说话，反而像一个常规政客一样回应拜登。
CNBC	拜登在辩论一开始就表现不佳，好像突然失去了大脑一样，停顿了很多的时间。在谈及有关边境安全问题这个选民的关注重点时，拜登的句子在语法上让人很难明白，

福克斯新闻 Fox	拜登重点提及了他为美国带来的经济增长，包括创造就业以及降低药物价格，并说特朗普留下了经济乱局，特朗普回应指现在的通胀正在“杀死”这个国家，他曾在疫情前创造了世界上最好的经济体。拜登在移民问题上说出了漫无目的的答案，特朗普回应说拜登也不清楚他自己在说什么。
路透社 Reuters	特朗普表现得很有力量、能量，对比下拜登说话声音沙哑、结结巴巴，有时回应得含糊其词，或者在回答几个问题时声音逐渐减弱。特朗普没有像 2020 年一样打断拜登说话，表现得比上次辩论更为克制。
华尔街日报 Wall Street Journal	标题：拜登在面对特朗普时崩溃、拜登灾难性的夜晚将改变选举的进程、民主党人私下讨论替换拜登

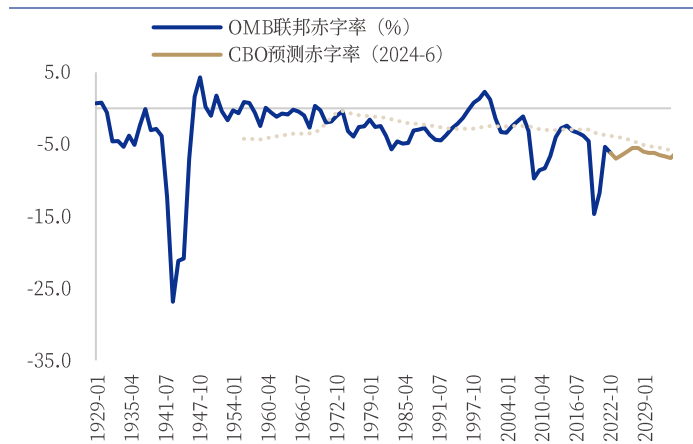
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

三、资本市场如何反应？

虽然总统辩论在休市后的晚间举行，无法直接观测美国股市价格的直接波动，但美国 10 年期国债收益率和美元指数在总统辩论前夕和拜登表现较差的初期出现了明显的上行，随后出现了一定程度的回落。10 年期美国国债从 4.289% 左右上行，在辩论开始时达到约 4.300%，在辩论 50 分钟左右时达到 4.331% 的高点，随后开始回落，但辩论结束后一段时间内仍维持在 4.3% 上方；美元指数也经历的先升后降的过程。除了大选辩论外，美国一季度 GDP 平减指数年化季调增速修正至 3.1% 和 PCE 通胀增速仍偏强可能也有影响。

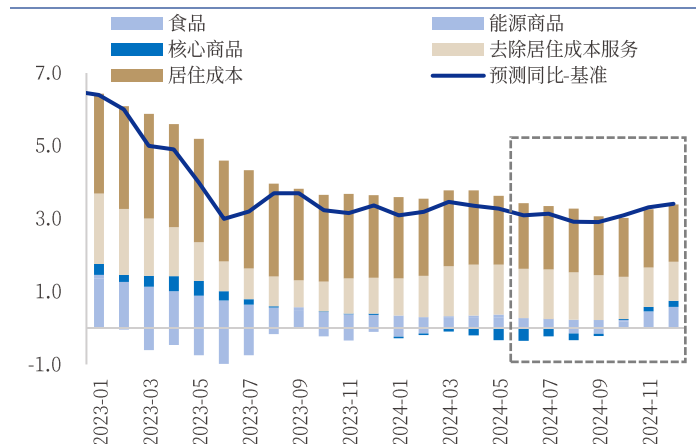
不过总体上，市场反应可能表明，虽然通过第一次总统候选人辩论还难以判断谁是赢家，但投资者变得更加倾向于为特朗普上台做准备，这可能导致美元的持续强势和 10 年期美债收益率在偏高范围内波动（4.0%-4.7%）。特朗普经济方面实施“减税+大财政”的概率更高，他目前宣称如果当选，将对所有进口商品征收 10% 的新关税，把美国企业的税率从 21% 降至 20%、并取消休闲和酒店服务人员的小费工资税；对移民的限制也可能加剧美国服务业的供给不足问题；同时，考虑到特朗普上一任期的赤字率从 2016 年的 3.1% 扩张至 2019 年的 4.6%（2020 年由于疫情则为二战以来最高的 14.7%），其大概率会进行持续的财政扩张并导致美国通胀中枢更明显的上移，这也是近期 16 位诺贝尔经济学奖得主联名警告特朗普可能“重燃通胀”的原因。

图5：美国赤字率将持续增加，但特朗普可能加剧赤字



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院

图6：如果特朗普当选，美国通胀上行风险将加大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

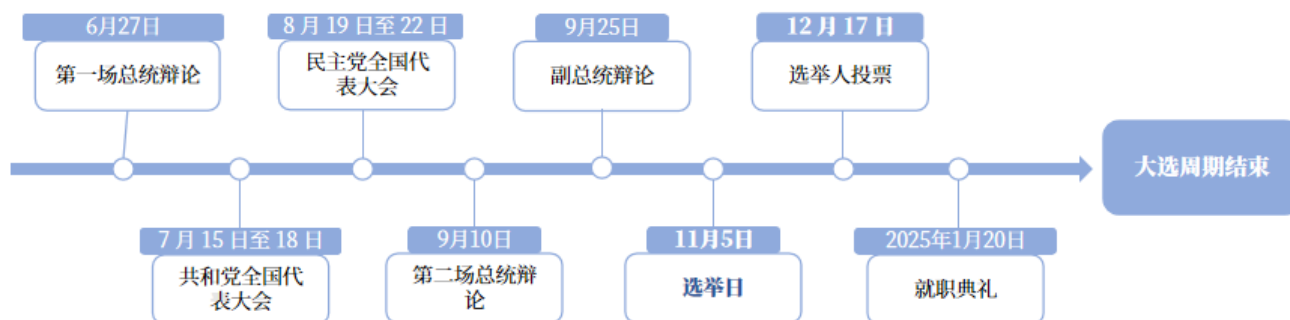
在大财政的背景下，不论拜登还是特朗普当选，美国赤字率重新回到5%下方的几率都较为渺茫，但特朗普的关税、减税和移民限制导致通胀中枢上移的概率更大。我们在年中报告《分化收敛，变革重构》中指出，从中长期角度考虑，美国老龄人口退休加剧并带动储蓄率下行、以贸易保护主义和地缘政治冲突长期持续为特征的逆全球化、以及财政赤字力度的延续可能都会令通胀中枢小幅上移，CPI同比2.5%-3.0%的增速可能成为新的合理区间，不排除美联储未来依据疫情后的经济结构的变化对通胀目标灵活上调的情况。

特别需要关注，（1）老龄化方面，在不考虑技术进步的情况下，老龄抚养比的上升对总产出的负面贡献不利于低通胀的保持；其次，部分研究认为老龄化导致储蓄率降低，而储蓄可能被转换为需求和流动性，增加通胀。最后，持续的超额退休使美国劳动缺口闭合十分缓慢，偏高劳动需求下薪资和通胀形成循环。（2）逆全球化方面，特朗普潜在的“回归”与其关税政策是重要担忧。（3）国会预算办公室（CBO）预测的联邦赤字率长期持续上升，政府支出对通胀中枢也有提振作用。除此之外，还存在一个意外情况，即特朗普如果当选，其政府可能实施大规模减税政策、令美元贬值加强贸易优势以及限制移民，上述因素也可能导致通胀中枢在未来几年持续高于预期。

四、下一步看什么？

虽然本次拜登表现不佳，但距离11月5日选举日还有4个多月，期间特朗普和拜登还会在9月进行第二场总统辩论，特朗普也会面临诸多法律诉讼的压力，因此拜登还有机会扭转颓势。虽然拜登目前表现不佳，但民主党更换候选人的概率极低。如果特朗普当选，美国的外交和贸易政策可能变得更有攻击性，战略思路可能碎片化，因此目前美国大选最大的风险点就是特朗普政策的不确定性。相比于在现有政策上深耕的拜登，特朗普可能会成为全球贸易和地缘政治中的“鲑鱼”，导致资产价格显著波动。由于特朗普在上一任期履行了很多选举期间的承诺，所以也需要继续密切关注特朗普在竞选期间的保证。

图7：2024 美国大选周期



资料来源：270twin, 中国银河证券研究院

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。

张迪，宏观经济分析师。

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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn