

# 宏观报告

证券研究报告

2024年07月12日

## 美国大选的三点思考

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-美国制造业回流进程如何？》2024-07-09
- 《宏观报告：宏观报告-美国就业与失业的脱节》2024-07-09
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年7月第2周》2024-07-09

我们对美国大选有以下三点思考：

### 一、选民最关注的是经济和通胀

美国第一轮总统电视辩论的话题顺序从某种程度上反映了选民关注议题的重要性排序。经济和通胀问题位居榜首，紧随其后的是移民问题和外交政策，这些关系到美国人的核心利益。

我们认为美国选民早已不再被单一的标签所绑定（区域标签、人种标签、阶级标签），取而代之的是更加复杂多元的身份认同和政治倾向。而捕捉不同的身份政治标签，则是美国政治的精华所在。因此，特朗普对少数族裔的拉拢并非“以卵击石”，反而是“有的放矢”。

### 二、美国选举是一个混沌系统

尽管当下特朗普民调全面领先，但我们认为在这个对政治不敏感的西方社会，如何真实评估西方国家在任者的支持率是一件难事。今年大选年的诸多结果提醒我们，在任者的优势往往容易被低估。所以对于旁观者来说，美国大选是一个混沌系统，走向难以预测。

### 三、美国滞胀的延续

美国经济出现滞胀，无论是特朗普还是拜登，都有所贡献。

两位总统的政策取向和价值观虽然不同，但他们在面临着相同的挑战，比如贫富差距拉大、基础设施老旧、制造空心化等问题

所以我们认为无论谁当选都大概率不会改变已经开启的大财政时代，结果是相似的：美国很可能已经进入了一个新的通胀周期，也很难重返2018年以前的低利率时代，我们认为大财政带来的更多美债净供给或将推升更高的期限溢价。

风险提示：美国民调口径统计偏差，美国经济意外走弱，美联储货币政策超预期，美国居民部门债务压力超预期增加

## 一、选民最关注的是经济和通胀

美国第一轮总统电视辩论的话题顺序从某种程度上反映了选民关注议题的重要性排序。经济和通胀问题位居榜首，紧随其后的是移民问题和外交政策，这些关系到美国人的核心利益。

堕胎和枪支自由等传统的价值观议题则着墨较轻，我们认为这也反映出美国两党某种程度的“默契”：抓住关系核心利益的主要矛盾，降低虚无缥缈的“价值认知”议题的优先级。

通胀问题对选民的影响尤为明显，因为通胀直接关系到美国民众的生活质量和经济安全感。根据盖勒普的统计，有近 36% 的美国居民认为经济问题是当前美国最重要的关切点，这一比例远高于 2020 年大选同期的 9%，也高于 2016 年大选同期的 27%。经济问题的具体关切中，又以通胀问题最为突出，凸显美国民众日益窘迫的生活环境和物价压力。

尽管从宏观角度来看，美国经济的增长速度和企业利润均表现不俗，但背后呈现的是结构的明显分化。大企业与中小企业面临着截然不同的情形，前者收入增长，后者却面临一些逆风。

居民部门也有所分化，一部分居民受益于美股和地产的双重上涨带来的资产性收入增加；而对于没有额外资产性收入和刚步入社会的年轻人，以及背负了债务或者需要照顾家庭成员的非就业群体，就业和经济压力尤为突出。

从数据上看，与疫情前比，劳动报酬收入增幅(24.7%)是要低于财产性收入增长幅度(26.7%)与转移支付收入(35.2%)的增幅。而增幅最高的分项（除商业转移支付）为个人租金收入(40.3%)，个人股息收入(37.0%)和社会福利转移支付(33.5%)；这也体现在财富光谱两端的居民(前 1%和后 50%)占社会总财富的比例均有所上升。

但美国民众对现状的不满情绪却有所增加，美国的经济调查数据显示，民众对经济的感受与实际经济状况之间存在显著差异，这种现象被称为“氛围衰退”。

现任总统拜登在通胀问题上并不占据优势，自 2021 年底开始通胀成为公众关注的焦点之一，这对拜登来说无疑是一个巨大的挑战。在每次通胀报告发布后，白宫都会及时发表评论，这在特朗普执政时期是不曾有过的，也说明拜登清楚地认识到平抑通胀对于维持大选支持率的重要性。

而前总统特朗普巧妙地利用了不同族裔的通胀承受力的差异问题，指出黑人和西班牙裔等少数族裔群体在通胀中更加受损。传统意义上，黑人和少数族裔群体更倾向于支持民主党；特朗普主动拉拢这些选民的意图是或是激发美国日益复杂的“身份政治”标签。

我们认为美国选民早已不再被单一的标签所绑定（区域标签、人种标签、阶级标签），取而代之的是更加复杂多元的身份认同和政治倾向。

经历了 8 年的政治洗礼后，特朗普也不再展现出极其民粹的一面，不再像 2016 年那样喜欢在辩论中强调自己与“传统政客”的区别。

过去 8 年里，特朗普与共和党内部互相影响，特朗普当下早已成为共和党的主流代表，在党内优势明显。他也不再是政治的“门外汉”，而开始越发熟悉当初自己所鄙夷的“传统政客”那一套利益交换的思维。

而捕捉不同的身份政治标签，则是美国政治的精华所在。我们认为特朗普对少数族裔的拉拢并非“以卵击石”，反而是“有的放矢”。

有意思的是，作为西方左翼后现代转向的时代产物，身份政治以激进左翼的新社会运动开场，以中左翼政党在全球化时代的体制化、表演化为内核，最终却引发了右翼民粹主义复兴和自由主义基础的溃败。

从这个角度，政治光谱中的左、中、右，在当下都在进行着温和改良：共和党开始同情少数族裔，民主党开始修墙反移民，选票至上模糊了政治本位立场。

## 二、美国选举是一个混沌系统

电视辩论对美国现任总统来说是一把双刃剑，他们更多的时候是一个防守者，需要首先为自己的政策辩护，而竞争者则相对轻松，只需要专注攻击在任者的弱点即可。

尽管美国现任总统的电视辩论表现不尽如人意，但我们依然不能忽视在任者的竞选优势，这从今年已经结束的几场选举中可以窥见一二。

最近的例子来自于法国。在经历欧洲议会选举惨败后，选择解散法国议会提前选举的马克龙展现了“绝地反击”的一面。7月7日法国议会第二轮开票结果显示，极右翼席位远低于民调预期，这反映在任总统在政党间的交涉和协同上具有某种程度上的优势。

我们认为在这个对政治不敏感的西方社会，如何真实评估西方国家在任者的支持率是一件难事。今年大选年的诸多结果提醒我们，在任者的优势往往容易被低估。

拜登作为在任总统，总是可以动用比竞争对手更多的政策手段，尤其是在经济和股市表现稳健的情况下，还有更大的政策空间可以动用。5月美国财政赤字大超预期和季节性，6月政府就业高增，从中可以看出拜登的决心。

尽管如此，当下摇摆州的民调数据对拜登而言并不乐观；最新的民调显示7个摇摆州中他全部处于落后的局面，且平均落后达到4个百分点。特朗普在2016年的胜利得益于中间选民的支持，而2020年他在摇摆州的失利也是其败选的关键。

然而我们仍需谨慎，不宜过早下定论。摇摆州的形成与其经济结构和人口地理结构密切相关。随着北部移民的增加，这些地区的产业结构出现了新旧交融的现象，选民关注的问题也变得更加多样化。

美国目前面临的问题越来越标签化和身份化，这使得我们很难用单一的画像来刻画美国选民。在大选的关键时刻，某个突发议题可能会触发身份政治的标签，从而影响选举的走向，这也是特朗普在电视辩论中为少数族裔鸣不平的原因：在不确定性中抓住更多的筹码。

比如2016年，尽管希拉里在主要民调中领先，但最终因为邮件门事件而失利。而在2020年，特朗普面临的突发挑战是疫情。

可能影响今年美国选举最终走向的初始条件众多，比如拜登儿子的犯罪问题，特朗普的刑事诉讼，年末的油价，巴以问题等等。我们无法预知2024年大选前的关键时间哪个标签被突然触发导致美国选举朝着不可预测的方向发展。所以对于旁观者来说，美国大选是一个混沌系统，走向难以预测。

## 三、美国滞胀的延续

美国经济出现滞胀，无论是特朗普还是拜登，都有所贡献。特朗普对滞胀的贡献主要在供给端，通过贸易脱钩、加征关税等方式维护美国传统制造业的利益，结果是居民生活成本和企业生产成本的上升。拜登对滞胀的贡献主要在需求端，通过对中低收入群体的转移支付和对劣势行业（制造、基建）的产业补贴来补美国经济的短板，但这种做法同样是加大通胀压力并且损害效率。

两位总统的政策取向和价值观虽然不同，但他们在面临着相同的挑战，比如贫富差距拉大、基础设施老旧、制造空心化等问题。特朗普倾向于通过减税和放松管制来促进经济，拜登倾向于通过财政补贴来支持弱势群体和低效率部门，两人所支持的都是扩张性的财政政策。

所以我们认为无论谁当选都大概率不会改变已经开启的大财政时代，结果是相似的：美国很可能已经进入了一个新的通胀周期，也很难重返2018年以前的低利率时代；我们认为大财政带来的更多美债净供给或将推升更高的期限溢价。

特朗普对股市的态度积极，其表示希望通过放松监管和实施宽松的货币政策来支持市场，拜登在任期间的美股整体表现也比较强劲，无论谁当选，美股的风险似乎都是有限的。

除非像 2020 年一样，失败的一方不认可选举结果，毕竟股市反映的是经济预期，而经济需要稳定性。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com